

حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية

عمار بلعادي
قسم المالية
جامعة باجي مختار - عنابة
belaadi81@yahoo.fr

الملخص:

هدف البحث إلى إبراز الحاجة لتطبيق حوكمة الشركات في الاقتصاديات العربية، وذلك نظرا لأهميتها في دعم تنميتها كاقصاديات تمر بمرحلة انتقالية. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في عرض الخلفية النظرية للموضوع، والمنهج التحليلي في دراسة وتحليل أداء الأسواق المالية العربية، ولقد تم التوصل الى جملة من النتائج أهمها: أن تطبيق مفهوم الحوكمة في البيئة الاقتصادية العربية أصبح مطلباً ضرورياً للتموض بأسواقها المالية، والتطبيق الجيد لآلياتها يسهم في تحسين أداء أسواقها المالية ورفع مستوى كفاءتها.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، كفاءة الأسواق المالية، الأسواق المالية العربية.

La Gouvernance d'entreprise et les exigences d'efficience des marchés financiers arabes

Le Résumé:

Cette étude vise à mettre en évidence la nécessité de l'application de la gouvernance d'entreprise dans les économies arabes, en raison de son importance pour appuyer leur développement en tant que des économies passant par une phase de transition.

L'étude opte pour la méthode descriptive pour étayer la partie théorique et la méthode analytique dans l'étude et l'analyse de la performance des marchés financiers arabes.

Certains résultats ont été atteints par la présente étude, tels que : l'application de la notion de gouvernance d'entreprise, dans l'environnement économique arabe, est devenue une nécessité pour le développement de ces marchés financiers, ainsi que la bonne pratique de ces mécanismes contribue à l'amélioration de la performance de ces marchés financiers et augmente leur efficience.

Mots-clés : la gouvernance d'entreprise, l'efficience des marchés financiers, les marchés financiers arabes.

Corporate Governance and efficiency requirements of the Arab financial markets

Abstract:

This study aims to make in the application the corporate governance in the Arab economies, because it is so import to supporting their development as economies going through a transition phase.

The study opts for the descriptive method to underpin the theoretical part and the analytical method in the study and analysis of the performance of the Arab financial markets.

Some of the results have been achieved by the present study, such as: the application of the concept of corporate governance Arab economic environment has become a necessity for the development of financial markets and the good practice of these mechanisms to contribute and improve the performance of these financial markets and increase their efficiency .

Keywords: corporate governance, the efficiency of financial markets, Arab financial markets.

مقدمة:

لقد برزت الحاجة إلى حوكمة الشركات في العديد من الدول المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك الأزمة المالية العالمية التي شهدتها الاقتصاد العالمي مؤخرًا.

وتماشيا مع التطور الحاصل في العالم حول الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، اهتمت كذلك الدول العربية بهذا المفهوم نتيجة لاتجاهها نحو انتهاج سياسة اقتصاد السوق الذي يعتمد بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة، وبذلك تزداد الحاجة إلى تعزيز آليات الرقابة على تصرفات المديرين، وحماية أموال المستثمرين من سوء تصرف الإدارة.

تعد البلدان العربية حديثة العهد بتطبيق المبادئ والممارسات السليمة لحوكمة الشركات بالرغم من الجهود المبذولة فيها في هذا المجال، إلا أنه يبقى هناك

الكثير أمامها ليطم عمله وذلك بالنظر إلى النظم والأساليب الإدارية التي تعد متخلفة في العديد من البلدان العربية، ما حث على بذل الجهود لتحسين الحوكمة جاء أبرزها الجهود المبذولة بالتعاون مع مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD بالتعاون مع البنك الدولي من خلال مبادرتين رئيسيتين هما منتدى الحوكمة العالمي GCGF وسلسلة الطاولة المستديرة بدعم من منظمة التمويل الدولية IFC، ويندرج تحت مبادرة الموائد المستديرة تلك المتعلقة بإقليم الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA حول حوكمة الشركات لمساعدة متخذي القرار من القطاعين العام والخاص لتحسين الحوكمة .

من هنا تبرز الحاجة إلى حوكمة الشركات في البلدان العربية للنهوض باقتصادياتها لاسيما أسواقها المالية التي شهدت انتشارا واسعا في كافة الدول العربية، بل وكذلك في عدد من المدن الرئيسية فيها. وبالنظر إلى ارتباط مفهوم حوكمة الشركات بمفهوم الكفاءة في الأسواق المالية يطرح تساؤلنا حول مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحسين ورفع كفاءة الأسواق المالية العربية؟

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على مفهوم حوكمة الشركات، ومعرفة مدى اهتمام الدول العربية بمبادئ الحوكمة، كما تهدف إلى معرفة أداء الأسواق المالية العربية ومدى التطور الحاصل فيها. لقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي لعرض الخلفية النظرية للموضوع، وعلى المنهج التحليلي لدراسة وتحليل أداء الأسواق المالية العربية.

تمثلت مصادر بيانات الدراسة في التقارير السنوية، والنشرات الدورية الصادرة عن صندوق النقد العربي.

من أجل معالجة هذه الدراسة تمت هيكلة البحث إلى ثلاثة محاور رئيسية على النحو التالي:

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات.

ثانياً: كفاءة الأسواق المالية.

ثالثاً: الأسواق المالية العربية بين الإخفاقات والانجازات وسبل رفع كفاءتها.

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات:

1. جذور حوكمة الشركات:

تعود البدايات الأولى حول الاهتمام بحوكمة الشركات إلى الباحثان الأمريكيان Means et Berle، وكان ذلك سنة 1932 حيث كانا أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة، وتم ذلك من خلال دراسة تركيبية رأسمال كبريات الشركات الأمريكية، حيث توصلنا من خلال دراستهما إلى ضرورة فصل الملكية عن الإدارة وإلى حتمية فرض الرقابة على تصرفات المسيرين حماية لحقوق صغار المساهمين⁽¹⁾.

وتنبثق جذور الحوكمة من نظرية الوكالة (La théorie d'agence) التي تطرق إليها كل من Jensen et Meckling سنة 1976، و Fama سنة 1980، حيث أشاروا إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، وفي هذا السياق يؤكد Minow et Monks سنة 2001 عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات.

تعاظم الاهتمام بموضوع الحوكمة على المستوى العالمي في الآونة الأخيرة وبالأخص بعد ظهور أزمة بعض الشركات الأمريكية أمثال "انرون" و"ورلدكوم" وغيرهم، ولقد توصلت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

OECD في عام 1999 إلى وضع المبادئ الأساسية التي يتم تطبيق الحوكمة من خلالها صنفت ضمن خمسة مبادئ والتي عدلت سنة 2006 لتصبح ستة مبادئ.

2. تعريف حوكمة الشركات:

يعد مصطلح حوكمة الشركات المرادف للمصطلح الإنجليزي «Corporate Governance»، ولقد اختلفت الآراء الكثيرة على ترجمة هذا المصطلح باللغة العربية، حيث رأى البعض تسميتها بالإدارة الرشيدة أو الإدارة الحكيمة والبعض الآخر يرى تسميتها بالتحكم المؤسسي، وهناك عدة بدائل أخرى تم اقتراحها مثل حكم الشركات - حكمانية الشركات - حاكمية الشركات، ولكن بعد العديد من المحاولات والمشاورات مع عدد من خبراء اللغة العربية والاقتصاديين والقانونيين المهتمين بهذا الموضوع، تم اقتراح مصطلح "حوكمة الشركات" في محاولة لنشر هذا المفهوم وترسيخ التطبيقات الجيدة له بأسواق المال والاقتصاديات المحلية والعربية.

ولقد تعددت مفاهيم وتعريفات حوكمة الشركات طبقاً لوجهة النظر التي يتبناها مقدم التعريف، وذلك يمكن أن يرجع إلى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية، وفيما يلي مجموعة من التعاريف المتعلقة بهذا المفهوم:

- تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD الحوكمة بأنها: مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين⁽²⁾.
- كما تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها⁽³⁾.

- يقصد بالحوكمة مجموعة القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها، وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها⁽⁴⁾.
- إن ماهية مفهوم حوكمة الشركات معنية بإيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح «Stakeholders» وغيرهم، وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقا لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة⁽⁵⁾.
- تعبر الحوكمة عن الكفاءة أو الأهلية في اتخاذ القرارات الكلية المطلعة من طرف الفاعلين لمنظمة معقدة، والمقدرة على استخدام نظام قيادة فعال يستند على المشاركة⁽⁶⁾.
- الحوكمة هي النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية⁽⁷⁾.

3. مبادئ حوكمة الشركات وفق منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

- يتم تطبيق الحوكمة وفق ستة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999 والتي عدلت عام 2004، وتتمثل فيما يلي⁽⁸⁾:
- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متوافقا مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

- حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاضطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة: وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة، ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعمالين وحملة السندات والموردين والعملاء.
- الإفصاح والشفافية: وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.
- مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

4. أهداف حوكمة الشركات:

تسعى قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيص أهمها فيما يلي⁽⁹⁾:

- مراعاة مصالح وحقوق المساهمين وحمائتها.
- حماية حقوق حملة الوثائق والمستندات ذات الصلة بفعالية الشركات.
- حماية حقوق ومصالح العاملين في الشركات بكافة فئاتهم.
- تحقيق الشفافية في جميع أعمال الشركات.
- تحقيق وتأمين العدالة لكافة أصحاب المصالح والمتعاملين مع الشركات.
- تأمين حق المساءلة أمام أصحاب الحقوق لإدارة الشركات.
- الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة.
- تنمية المدخرات وتشجيع تدفقها بما يؤدي لتنمية الاستثمارات الإنتاجية وصولاً لتعظيم الأرباح وبعيداً عن الاحتكارات.
- الالتزام بأحكام القوانين والتشريعات النافذة.
- العمل على تأكيد مراجعة الأداء لكافة فعاليات الشركات بما فيها الأداء المالي من خلال لجان مراجعة خارجيين ومستقلين عن الإدارة التنفيذية.
- محاسبة الإدارة التنفيذية أمام المساهمين.

5. خصائص حوكمة الشركات:

يشير مصطلح حوكمة الشركات إلى الخصائص التالية⁽¹⁰⁾:

- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.
- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوطات غير لازمة للعمل.
- المساءلة: أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

- المسؤولية: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة.
- العدالة: أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات، أصحاب المصلحة في المنشأة.
- المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

6. محددات حوكمة الشركات

تعمل حوكمة الشركات من خلال محددات أساسية داخلية وأخرى خارجية تتمثل فيمايلي⁽¹¹⁾:

أ- **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، وتتكون داخل الشركات نفسها وتشمل:

- آلية توزيع السلطات داخل الشركة.
 - الآليات والقواعد والأسس المنظمة لكيفية اتخاذ القرارات الأساسية في الشركة.
 - العلاقة الهيكلية بين الجمعية العمومية للشركة ومجلس إدارتها والمديرين التنفيذيين، ووضع الآلية المناسبة لهذه العلاقة مما يخفف من التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة وصولاً لتكامل هذه المصالح.
- ب- **المحددات الخارجية:** وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة والذي يشمل العناصر التالية:

- القوانين العامة المنظمة للنشاط الاقتصادي عموماً.

- المناخ العام للاستثمار في الدولة.
- كفاءة القطاع المالي من بنوك وشركات تأمين وأسواق مالية ذات الأثر على التمويل.
- مستوى التنافس في أسواق عناصر الإنتاج والسلع والخدمات اللازمة للشركات لممارسة نشاطاتها الإنتاجية.
- وجود وكفاءة ومقدرة الأجهزة الرقابية، مثل وجود هيئة أسواق المال ومدى قدرتها في الرقابة على أعمال الشركات، خاصة الشركات المدرجة في أسواق المال.
- وجود جمعيات مهنية ذات صلة، مثل جمعية المحامين والمحاسبين ومكاتب المراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات... إلخ.

ثانياً: كفاءة الأسواق المالية

1. مفهوم كفاءة السوق:

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة⁽¹²⁾.

وفي السوق الكفاء (Efficient Market)، يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توفر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.

2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

أ- الكفاءة الكاملة: لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة

(Perfectly Efficient Market) يقتضي توفر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم دون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب- الكفاءة الاقتصادية: أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن

يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

3. متطلبات كفاءة سوق رأس المال

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

أ- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال .

ب- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

وتعني كفاءة التسعير (Price Efficiency) أو الكفاءة الخارجية سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني

كبير، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

أما كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح كبير، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

4. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي (13):

أ- **فرضية الصيغة الضعيفة:** وهي التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

ب- **فرضية الصيغة المتوسطة:** وهي التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي

لنتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

ج- **فرضية الصيغة القوية:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعانوا بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

ثالثا: الأسواق المالية العربية بين الإخفاقات والانجازات وسبل رفع كفاءتها:

1. السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية

تتشترك الأسواق المالية في الدول العربية في السمات الآتية (14) :

- إن دور الأسواق المالية في الدول العربية ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية وإن معدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاضم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية.
- إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.
- تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات، وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية، خاصة بالنسبة للأدوات المالية والمشتقات.
- إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية، قد ساعدا على نشر المعلومات وبما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق، خاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام.

- إن ضعف وعدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية، قد ساهما في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية.
- تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات (المجالس أو اللجان)، تضم في عضويتها ممثلين من جهات أو سلطات متخصصة، والمتمثلة خاصة في البنك المركزي، الشركات المساهمة المسجلة، مكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى، بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية، وبعض جمعيات المتخصصين الماليين.
- تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية، حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار، وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات، ويلاحظ في بعض الحالات تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها، وبالتالي يصبح مشترو هذه الأسهم ضحايا ما يعرف بالشركات الوهمية.
- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية، إن حدود التباين الواسع أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.
- لقد اتخذت الأسواق المالية في العديد من الدول العربية خطوات جادة في العقدین الأخيرين بغرض تشديد الرقابة على النشاطات الجارية فيها، خاصة بالنسبة لمتابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم الشخصي في السوق

مباشرة إلا بالنسبة لصانعي السوق الذين يقومون بالبيع والشراء لمحافظهم الاستثمارية ويعملون على توازن السوق.

2. إنجازات الدول العربية لرفع مستوى كفاءة أسواقها المالية:

على الرغم من تواضع الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية المتداولة، وعدد شركاتها المدرجة التي بلغت خلال نهاية سنة 2013 حوالي 1466 شركة، إلا أنها في السنوات الأخيرة شهدت تطورات حثيثة، ومن أهم هذه التطورات نذكر ما يلي⁽¹⁵⁾:

- حسنت العديد من البورصات العربية من أنظمة التداول لكي تتماشى مع التطورات الدولية وتحسين مستوى الشفافية وتنفيذ أوامر البيع والشراء، فقد شهد سوق الأسهم السعودي مثلاً بداية لعمليات التداول لأسهم الشركات المدرجة من خلال شبكة الانترنت في بعض المصارف خدمة للعملاء.
- انشأت العديد من البورصات العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة، تمارس تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة وتسوية قيم الأوراق بين المتعاملين.
- تحاول الأسواق العربية إجراء تحديثات في مؤسسات الوساطة، ووضع معايير وقواعد للسلوك المهني لمؤسسات الوساطة بهدف توفير الشفافية ونقل المعلومات، وتعمل شركات الوساطة على تنويع أنشطتها والتوسع في مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية وإدارة المحافظ الاستثمارية للغير.

- تحاول البورصات العربية تحسين فاعلية أدواتها المالية، فعلى سبيل المثال تم استحداث نشاط التوريق العقاري في مصر، إذ استحدثت أوراق جديدة تدعى بسندات التوريق.
- تقوم معظم البورصات العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عن السوق وأحجام التداول والمؤشرات والأسعار، وقد أبرمت هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول مثل شركة Bloomberg وشركة Reuters فضلا عن إدراج بياناتها على شبكة الانترنت وتحديثها يوميا.
- أطلق اتحاد البورصات العربية بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P مؤشر البورصات العربية S&P/AFE 40 Index الذي يعكس أداء 40 شركة من كبرى الشركات المدرجة في البورصات العربية، وقد تم اختيار هذه الشركات بحسب المعايير الدولية لمؤسسة ستاندرد اند بورز ومنها الرسملة السوقية وحجم التداول ونسبة الأسهم الحرة من رأس المال.
- أصدرت العديد من هيئات الأوراق المالية في الدول العربية تعميما إلى كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة تطلب فيه من هذه الشركات عند إعداد تقاريرها السنوية تضمين فصلا مستقلا خاصا بتطبيق قواعد حوكمة الشركات المدرجة بالبورصة، ونذكر على غرار ذلك بورصة عمان والتي بدأ بتطبيقها في العام 2009.

3. أداء الأسواق المالية العربية:

في إطار التعاون المالي العربي أنشأ صندوق النقد العربي كونه مؤسسة مالية تقدم قاعدة معلومات تشمل بيانات نشاط الأسواق المالية العربية التي يعمل الصندوق على معالجتها بصورة منسقة واعداد مؤشرات أدائها

باستخدام منهجية موحدة ونشرها بصور دورية منتظمة، وهو ما يسهم في تنمية الوعي الاستثماري في هذه الأسواق وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة. ولأجل تقييم أداء الأسواق المالية العربية، سنعتمد في هذه الدراسة على قاعدة المعلومات المالية التي ينشرها صندوق النقد العربي بشكل دوري.

أ- مؤشر حالة السوق العربي: تعتمد المنهجية العامة في حساب مؤشر صندوق النقد العربي على احتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، كما يقوم الصندوق باحتساب مؤشر خاص بكل سوق، وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل، وتحتسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر، ويشمل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي مؤشرات الأسواق المالية في ستة عشر سوقاً (لغاية سنة 2013)، وهي الأسواق في كل من (الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبو ظبي، دبي، قطر، فلسطين، الجزائر، السودان وسوريا)، ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدى، وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية لكل دولة إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر، ويجري اختيار العينات المدرجة في المؤشر وفق لشروط، تتمثل في القيمة السوقية، معدل دوران السهم، تصنيف الشركات قطاعياً. (16)

الصيغة الرياضية في حساب المؤشر: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العامة للمؤشر هي: عندما تكون $i > 1$

$$X_i = (M_i/B_i) * 100$$

علما أن:

$$B_i = B_{i-1} * M_i/M_{ad}$$

وعندما تكون $i=1$

$$X_i = 100 \quad B_i = M$$

حيث:

X_i : المؤشر عند الفترة i

B_i : القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i = 1$ (الفترة الأولى)

M_i : القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة

للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

القيمة السوقية (M): تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر، والقيمة السوقية لكل سهم:

$$P_i * n_i$$

حيث:

P_i : آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

n_i : عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}): يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}) عن الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}$$

حيث:

I_i : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i ، وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i : القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i : القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

Q_{i-1} : القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

الجدول رقم(1): يوضح بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

خلال السنوات 2009/2013

الثلاثي الرابع 2013	الثلاثي الرابع 2012	الثلاثي الرابع 2011	الثلاثي الرابع 2010	الثلاثي الرابع 2009	
1,132,166	918,612	876,982	983,754	903,427	القيمة السوقية (مليون دولار)
123,389	103,649	110,264	87,133	147,911	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)
100,151	47,875	37,894	44,830	71,562	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1466	1466	1460	1441	1495	عدد الشركات المدرجة
2,035	1,692	1,818	1,445	2,411	معدل حجم التداول اليومي (مليون دولار)
10.89	11.28	12.57	8.85	16.37	معدل دوران الأسهم % *
298.37	219.63	213.36	240.04	196.3	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ** AMF Index

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعلومات المنشورة في النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي حول أداء الأسواق المالية العربية، الأعداد 63، 67، 71، 75 على موقع

الانترنت <http://www.amf.org.ae/10/11/2014>

*معدل دوران السهم % = $\frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة}}$

** المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Index الذي يمثل مؤشرا لأسواق الأوراق المالية العربية المشتركة في قاعدة معلومات صندوق النقد العربي

الجدول رقم 2: مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية(%)

AMF Indices and other Market Indices (% change)

السوق	نسبة التغير خلال الثلاثي الرابع 2010	الثلاثي الرابع 2011 الثلاثي الثالث 2011	الثلاثي الرابع 2012 الثلاثي الثالث 2012	الثلاثي الرابع 2013 الثلاثي الثالث 2013
المؤشر المركب AMF Index	4.30	-0.149	0.114	15.70
نيكاي Nikkei	9.17	0.140	17.193	12.70
كالك CAC 40	2.41	0.026	8.532	3.19
ستندارد اند بورز S&P 500	10.20	0.068	-1.005	9.49
فوتسي FT-SE 100	6.33	0.140	2.712	4.16

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعلومات المنشورة في النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي حول أداء الأسواق المالية العربية، الأعداد 63، 67، 71، 75 على موقع الانترنت <http://www.amf.org.ae/25/11/2014>

ب- أداء البورصات ومؤشرات الأسعار: عند متابعة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Index، الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة ومن خلال نسبة التغير مقارنة مع مؤشرات دولية كما يوضح

الجدول رقم 02، نجد أن المؤشر المركب AMF Index يستمر في تسجيل الأداء الايجابي لغالبية البورصات العربية خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013، والذي ارتفع بدوره بنحو 15.7 بالمئة، وهي نسبة تفوق نسبة الارتفاع المحققة خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012 والبالغة 0.114 بالمئة، وهذا بعد أن سجل AMF Index تراجعاً بنسبة 0.14 بالمئة خلال الثلاثي الرابع من سنة 2011 عقب الأحداث التي شهدتها بعض الدول العربية .

من جهة أخرى جاء أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة أفضل بشكل واضح من أداء معظم الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة والدول المتقدمة خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013، فقد سجل مؤشر (MSCI) لأسواق كل من دول أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية وآسيا تراجعاً بنحو 12.7 و 5.6 و 2.7 بالمئة على التوالي خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013، أما فيما يتعلق بالأسواق المتقدمة، فقد سجل مؤشري (Nikkei) و (S&P500) ارتفاعاً بنحو 12.7 و 9.5 بالمئة على التوالي، كما سجلت مؤشرات كل من (FTSE-100) و (CAC 40) ارتفاعاً بنحو 4.2 و 3.2 بالمئة على التوالي.

ج- أحجام الأسواق: حسب ما يبينه الجدول رقم 01 نجد أن القيمة السوقية الاجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي عرفت ارتفاعاً ملموساً بنحو 213.5 مليار دولار في نهاية الثلاثي الرابع من سنة 2013 مقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية الثلاثي الرابع من سنة 2012، أي بنسبة ارتفاع 23.25 بالمئة لتصل هذه القيمة الى نحو 1132.2 مليار دولار، ويأتي هذا الارتفاع الملموس في القيمة السوقية بعد الانخفاض الكبير المسجل في نهاية الثلاثي الرابع من سنة

2011 حيث بلغت القيمة السوقية 876.9 مليار دولار بعدما ان كانت 983.7 مليار دولار نهاية الثلاثي الرابع من سنة 2010، ومما هو جدير بالذكر أن القيمة السوقية المسجلة في نهاية سنة 2013 تعتبر هي الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف عام 2008 .

بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، فقد عرف استقرارا نهاية الثلاثي الرابع من سنة 2013 ليبلغ 1466 شركة مقارنة بنهاية الثلاثي الرابع من سنة 2012، كما بلغ عدد هذه الشركات 1441 شركة نهاية الثلاثي الرابع سنة 2010، وبلغ عدد الشركات المدرجة في قاعدة البيانات للسوق المالية العربية 1495 نهاية الثلاثي الرابع سنة 2009

د- نشاط التداول: ارتفعت مؤشرات التداول والسيولة خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013 مقارنة مع الثلاثي الرابع من سنة 2012 وهو ما يبينه الجدول رقم 01، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الثلاثي نحو 123.4 مليار دولار مسجلة بذلك نسبة ارتفاع بلغت نحو 19 بالمئة مقارنة مع قيمة التداولات خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012.

أما بخصوص المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في أسواق المال العربية، فقد سجل هذا المعدل ارتفاعا ملموسا خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013 مقارنة بمستواه المسجل خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012، ليصل إلى نحو 2035 مليون دولار يوميا مقارنة مع 1692 مليون دولار كمتوسط يومي للتداول خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012، أي بنسبة ارتفاع 20.3 بالمئة.

وعلى صعيد عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، فقد ارتفع هذا العدد خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013 ليلبغ نحو 100.2 مليار سهم مقارنة مع 47.9 مليار سهم تم تداولهم خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012، أي بنسبة ارتفاع 100.9 بالمئة.

هـ- أسواق الإصدارات الأولية: سجل نشاط الإصدارات الأولية للأسهم خلال الثلاثي الرابع من سنة 2013 تحسنا ملموسا من حيث العدد والقيمة، ويأتي هذا التحسن بعد التراجع الملحوظ في نشاط الإصدارات الأولية للأسهم خلال الثلاثي الرابع من سنة 2012، فقد ارتفع عدد الإصدارات ليصل الى 10 إصدارات بلغت قيمتها نحو 1629، أما بالنسبة للثلاثي الرابع من سنة 2011 شهد هذا النشاط بعض التراجع، وذلك تأثرا بطبيعة الحال بالأحداث والاضطرابات التي شهدتها المنطقة والتي دفعت بالعديد من الشركات إلى تأجيل أو إلغاء خطط الطرح الأولي.

و- تدفقات الاستثمارات الأجنبية: استمر الاتجاه الايجابي للاستثمارات الاجنبية في البورصات العربية مجتمعة خلال الثلاثي الرابع 2013، وكانت محصلة هذه الاستثمارات ايجابية في نهاية الثلاثي الرابع 2012، أما فيما يخص سنة 2011 فقد عرفت تداول خجول نهاية الثلاثي الرابع للمستثمر الاجنبي في بعض البورصات العربية وذلك بعد التراجع الكبير الناتج عن حالة عدم الاستقرار التي شهدتها بعض الدول العربية منذ بداية سنة 2011.

ز- التطورات التنظيمية والتشريعية وتطبيقات حوكمة الشركات: اهتمت السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق رأس المال العربية بتحديث وتطوير أسواقها المالية من خلال تعديل تطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية وتعديل الشروط الخاصة بإدراج وتداول الأوراق المالية بشكل عام، كما احتل موضوع تطبيق ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي حيزا لا بأس به من اهتمامات هذه السلطات.

ركزت الهيئات والسلطات الإشرافية العربية خلال السنوات الأخيرة جهودها على تعزيز القدرات الرقابية وأدواتها وتوفير الحماية للمتعاملين، فعلى صعيد تطبيق مبادئ الحوكمة السليمة والالتزام بها أدخلت السعودية في حيز التنفيذ الإلزامي بعض التعديلات المعتمدة على لائحة حوكمة الشركات، وذلك فيما يخص العضو المستقل ولجنة المكافآت، وفي الأردن أصبح يتعين على الشركات المساهمة تضمين فصل خاص في تقاريرها السنوية حول تطبيق الحكومة، وفي سلطنة عمان يواصل مركز عمان للحوكمة نشاطه التدريبي لتأهيل أعضاء الإدارات العليا، وفي الإمارات تقوم هيئة الأوراق المالية والسلع بإرسال بعثات ميدانية للتحقق من الالتزام بمعايير الحوكمة المعتمدة، كما أدخل عدد من الهيئات تعديلات على لوائحها بهدف تعزيز جوانب الحماية كما هو الحال في مصر، حيث صدرت مجموعة من الضوابط الجديدة منها ما يتعلق بتنظيم نشاط شركات الاستشارات المالية، وفي البحرين حرصت البورصة على إدخال المزيد من التيسير في نشاط التداول من خلال تعليمات ميسرة بشأن الحدود السعرية، إلى جانب الإمارات حيث جرى فتح باب الترخيص للتداول بالهوامش⁽¹⁷⁾، وفي فلسطين قامت هيئة سوق المال بإدخال تعديلات على نظام وتعليمات الإفصاح فيم يتعلق بالمعلومات الإفصاحية للتقارير السنوية للشركات المدرجة بهدف رفع

مستوى الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات الإفصاحية للمتعاملين في قطاع الأوراق المالية من جهة، وتطوير تشريعات سوق رأس المال وتطبيق متطلبات الإفصاح على الجهات الخاضعة لرقابة وإشراف الهيئة من جهة أخرى⁽¹⁸⁾.

فيما يخص الجزائر، فعلى صعيد تطبيق حوكمة الشركات فقد تم إصدار ميثاق حوكمة الشركات في سنة 2009، هذا الميثاق يطمح إلى إعطاء انطلاقة جديدة لترقية حوكمة الشركات ضمن بعد شامل ودائم للمؤسسة الجزائرية، كل المؤسسات الجزائرية المعنية مبدئياً بمبادئ الحكم الراشد، غير أن الميثاق الصادر سنة 2009 لا يدرج المؤسسات ذات الرأسمال العمومي، والتي تخرج إشكالية الحوكمة فيها عن نطاق الميثاق الحالي، لأنها ترتبط بمقاربة خاصة تتوقف على الاستعمال الجيد للأموال العمومية، الميثاق الجزائري لحوكمة الشركات الصادر سنة 2009 موجه بصفة خاصة إلى مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة، والتي تصبو إلى ديمومة واستمرارية نشاطها كما تطمح إلى فرض نفسها ضمن اقتصاد عصري وتنافسي تلعب فيه دور المحرك للتنمية الوطنية، يشمل الميثاق أيضاً المؤسسات المساهمة في البورصة، أو تلك التي تنهياً لذلك .

الخاتمة:

حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على أهمية تطبيق اليات حوكمة الشركات للنهوض بالأسواق المالية العربية وتحسين أدائها، بناء على ما تقدم نخلص إلى جملة من النتائج والتوصيات:

النتائج:

- إن تطبيق مفهوم الحوكمة في البيئة الاقتصادية العربية أصبح مطلباً ضرورياً للنهوض بأسواقها المالية.
- إن التطبيق الجيد لآليات الحوكمة في الاقتصاديات العربية من شأنه أن يسهم في تحسين أداء أسواقها المالية ورفع مستوى كفاءتها.
- تعد الأسواق المالية المرآة العاكسة للاقتصاد، غير أن ذلك لا ينطبق على الأسواق المالية العربية التي تتسم بشدة تقلبها نتيجة للمضاربات.
- إن العديد من الأسواق المالية العربية لم يتم استغلالها لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها، وهذا راجع إلى طبيعة أغلبية المستثمرين الذين يدخلون البورصة للمضاربة على أسهم شركات معينة آملين في تحقيق أرباح سريعة ووفيرة دون أن يستندوا في قراراتهم إلى آليات التقويم والتحليل للأسواق المالية.
- إن غالبية المستثمرين في الأسواق المالية العربية من المدخرين والمضاربيين، ويتخذون قرارات البيع والشراء اعتماداً على الشائعات وعلى بعض آليات التقويم الاستثماري التقني دون أن تكون لديهم دراية بمقومات التحليل وتقنياته.
- يغلب التعامل في الأسواق المالية العربية على تعاملات الأفراد وذلك خلافاً للأسواق العالمية حيث الهيمنة تعود إلى المؤسسات وصناديق الاستثمار الكبيرة التي تستند قراراتها لمعايير فنية وموضوعية.

الاقتراحات:

- ضرورة اعتماد آليات حوكمة الشركات في الاقتصاديات العربية، وذلك لأهميتها في نجاح ونمو سوق المال بما يعود على التنمية الاقتصادية.

- إن دور الجهات الرقابية المسؤولة عن الشركات المساهمة والمؤسسات الاقتصادية بكافة أشكالها يجب أن يتعدى الالتزام بتطبيق مواد أنظمة الشركات على الإجراءات التي تقوم بها مجالس إدارة الشركات إلى تقديم توصيات ومقترحات من شأنها أن تعمل على توفير الآلية التي تضمن سير عمل الشركة على وجه أفضل، ولا شك أن توفير هذه القواعد يجب أن يتم من قبل عدد من الجهات الرسمية وجهات القطاع الخاص.
- إن التطبيق الحسن لآليات الحوكمة يعمل على تحسين أداء الأسواق المالية العربية، ورفع مستوى كفاءتها، ولتحقيق ذلك يجب على الجهات الرسمية أن تساهم في تحسين جودة المعلومات المالية، ورفع مستوى الشفافية والإفصاح والرقابة.
- إن وجود نظام فعال لحوكمة الشركات والجهات المصدرة للأوراق المالية من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين في السوق المالي العربي من خلال تعزيز موضوعية رقابة إدارة الشركات المساهمة.

الهوامش:

1. Gérard CHARREAUX : vers une théorie du gouvernement des entreprises, Mai 1996, IAE DIJON - CREGO / LATEC .p3
2. Freeland, C. (2007). Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.
3. Alamgir, M. (2007). Corporate Governance: A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.
4. دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بمصر، الصادر عن مركز المديرين المصري، مارس 2011.

5. نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات، سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE 2003، ص1.
6. Dictionnaire des sciences Economiques et sociales, hachette Livre 2002, Paris, p173.
7. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ -التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005، ص3.
8. Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2004
9. أحمد منير النجار، البعد المصرفي في حوكمة الشركات، اتحاد المصارف الكويتية، العدد 40، مارس 2007
10. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ -التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، مرجع سابق، ص23
11. أحمد منير النجار، البعد المصرفي في حوكمة الشركات، اتحاد المصارف الكويتية، مرجع سابق
12. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن -عمان، الطبعة الأولى 2008، ص31.
13. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، أسهم-سندات-صناديق الاستثمار-خيارات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003، ص183.
14. هوشيار معروف، أساسيات الاستثمار والأسواق، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن-عمان 2009، ص305.
15. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق -بورصات)، الطبعة العربية الإصدار الثاني، دار الشروق، الأردن 2007، ص320.
16. النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية العدد 75، 2013. ص ص 101-102
17. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011 الفصل السابع-التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال الدول العربية، ص145.
18. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013 الفصل السابع-التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال الدول العربية، ص161.