

## حوكمة السوق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات

عمامرة نبيلة

amamra.nbl@gmail.com

أ.د.حاكي بوحفص

hakmib2001@yahoo.fr

جامعة وهران 2

## الملخص

تصبح السوق المالية في ظل غياب الإفصاح و الشفافية عن المعلومات، غير قادرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل أفضل ما يفقدها ثقتها و استقرارها أمام المستثمرين. هذا ما يبرر الحاجة الى ضرورة توفير اجراءات الادارة الرشيدة التي تضمن الى حد معقول وجود شفافية و فصاح و تسهم في أدائها بشكل عام. الأمر الذي يدفعنا بالبحث حول قضية الحوكمة بالسوق المالية و دورها في تعزيز استقرارها و في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات من خلال رفع معدلات الإفصاح و تقديم المعلومات المالية المهمة في الوقت الملائم. الكلمات المفتاحية: الحوكمة ، الرقابة، الإفصاح، السوق المالية، المعلومات، مشكلة عدم تناظر المعلومات.

## Résumé :

Manque de divulgation et de transparence de l'information , le marché financier devient incapable de prendre les décisions principales d'investissement, ce qui lui fait perdre sa confiance et sa stabilité aux investisseurs. cela justifie la nécessité de fournir les procédures de bonne gouvernance qui assure un degré raisonnable de transparence et de divulgation, et contribue à leur performance. Ce qui a incité à la recherche de la gouvernance du marché financier et qui renforce son rôle dans la stabilité financière et limite le problème de l'asymétrie de l'information à travers l'augmentation du taux de divulgation et offre les informations financières importantes en temps opportun.

**Mots-clés:** Gouvernance, contrôle, divulgation, marché financier, informations, problème d'asymétrie de l'information.

## المقدمة:

شهدت الأسواق المالية خلال العقد الأخير من القرن العشرين العديد من التطورات تمثلت في التقدم التكنولوجي الهائل في الصناعة المالية، واستحداث أدوات مالية جديدة. و انفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض بصورة غير مسبوقه. على الرغم من هذه التطورات الايجابية، فإن هناك بعض الأزمات شهدتها الأسواق سواء في الدول النامية أو المتقدمة أدت إلى التأثير السلبي على اقتصاديات تلك الدول نتيجة لهذه الأزمات ظهرت الحاجة إلى الحوكمة. فهي تعتبر من الوسائل الحديثة الهامة التي تهدف إلى ضمان الاستقرار في النظام المالي ككل، و يعد الاهتمام بها في الأسواق المالية بشكل خاص عنصراً رئيسياً، فهي تجهز مناخاً مستقراً في أي سوق مالية إذا ما طبقت على مستواها و سوء هذه الحوكمة يمكن أن يؤثر على الاستقرار المالي. يتجلى أهم دور للحوكمة في أنها تضمن الحفاظ على استقرار السوق المالية ما يرفع من كفاءتها و يدفع المتعاملون الإقتصاديون للإستثمار فيها، ولن يتحقق هذا إلا من خلال تطبيق مبادئها و الافصاح عن المعاملات المالية و نزاهة و تماثل المعلومات و حسن وصولها للحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات.

أهمية الدراسة: شملت الورقة البحثية ثلاثة محاور غايتها البحث في اسهامات الحوكمة بالسوق المالية و كيف تحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، المحور الأول وضع اطار للحوكمة بما يتلاءم مع متطلبات السوق المالية، شمل مفهوم و أهمية الحوكمة في السوق المالية و خطوات تطبيقها، المحور الثاني تناول أثر الحوكمة على استقرار السوق المالية من خلال توفير بيئة أعمال مستقرة مع تخفيض المخاطر و كشف حالات التلاعب و تفعيل نظام الرقابة المالية، المحور الثالث ركز على أهمية المعلومات في العلاقة بين الحوكمة و السوق المالية و اعتمد على مبدأ الافصاح كأهم مبادئ الحوكمة للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات.

إشكالية الدراسة: تهدف الورقة البحثية إلى الإجابة عن الإشكالية التالية: كيف تساهم حوكمة

السوق المالية في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات؟

تم الاعتماد في هذا البحث على المنهج التحليلي و ذلك بالاستفادة بجملة من المدخلات: الكتب و المؤلفات و البحوث العلمية. فكانت مخرجات هذا العمل ثلاثة محاور:

المحور الأول: الحوكمة في السوق المالية.

المحور الثاني: مساهمة الحوكمة في استقرار السوق المالية.

المحور الثالث: دور حوكمة السوق المالية في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات.

**المحور الأول : الحوكمة في السوق المالية**

توفر الحوكمة الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله التحكم في أعمال السوق المالية و نجاح الحوكمة في السوق المالية لا يرتبط بوضع مجموعة من الإجراءات و القواعد الرقابية فحسب، و إنما من الضروري تطبيقها بشكل سليم وفق خطوات لضمان تحقيق أهدافها. و فيما يلي تبيان ذلك.

**مفهوم الحوكمة في السوق المالية:** الحوكمة في السوق المالية لا يمكن فهمها الا من خلال تنفيذ قواعدها والتي من أهمها أن تتسم عمليات السوق المالية بمنتهى الشفافية ، وتنقل المعلومات الهامة مباشرة إلى جميع من له صلة وتحديد مستوى الرقابة و المسؤولية لتلك القرارات ، وبما أن انعكاس مستوى التعامل العام للدولة يبدأ في البورصة ، فإن الشركات المدرجة بالسوق المالية تعتبر بمثابة مقياس لمقدار الثقة التي من الممكن أن تصل إليها التعاملات المالية ، ولهذا فإن تعزيز الحوكمة من خلال تنفيذ أهم مبادئها سيدعم استقرارها.<sup>1</sup> تعرف تطبيقات الحوكمة بالسوق المالية وشركاتها المدرجة فيها بمجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة السوق المالية أو الشركات المساهمة وأصحاب المصالح فيها وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون السوق المالية أو الشركة وتوجيه الأعمال من أجل ضمان تطوير الأداء والإفصاح و الشفافية والمساءلة بها وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة.<sup>2</sup>

وهناك من يعرف الحوكمة بالسوق المالية على أنها توفير البنية الأساسية للسوق المالية التي لا تتأتى إلا من خلال الوضوح والشفافية التي تدعم سلامة وكفاءة استقرار النظام المالي ككل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هيثم الشخص، جوان 2015، حوكمة البورصات العربية . ورقة الكترونية مأخوذة من الموقع : العربي الجديد ، تاريخ الإطلاع : 2016/05/04 منشورة على الموقع : [www.alaraby.co.uk](http://www.alaraby.co.uk).

<sup>2</sup> د.محمد فوزي ، 2015. تأثير تطبيقات الحوكمة على الأداء المالي لشركات البورصة ، ورقة الكترونية مأخوذة من الموقع : بوابة الشرق الأوسط ، تاريخ الاطلاع : 2016/05/04 منشورة على الموقع : [www.jbcnews.net/article/148057](http://www.jbcnews.net/article/148057).

<sup>3</sup> comité sur les systèmes de paiement et de régalement ,comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs ,avril 2012 ,principes pour les infrastructures de marchés financiers,traduction française du document intitulé « principales for financialmarket infrastructure » banque des règlements internationaux, disponible sur le site : web de la BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) et de l'O.I.C.V ([www.iosco.org](http://www.iosco.org)) , revoir le 15/07/2016 .

هدف الحوكمة في السوق المالية: الهدف من مشروع الحوكمة وضع أساس يسمح بوجود أداء فعال ومنظم مع تعريف واضح للمهام و الأدوار والمسؤوليات. فالتغيرات المتسارعة في ظروف العمل و مع تزايد نشاط السوق المالية جعل من وجود نظام حاكمية جيد للشركات المدرجة بها مطلباً يحظى بأولوية. فمثل هذا النظام يوفر للملاك ولحملة الأسهم وللسوق المالية الإرتياح وفي نفس الوقت يسهم في رفع الفاعلية وبدون أخطاء .

فبالنسبة للسوق المالية، يمكن كلا من الحوكمة والإفصاح من خلق جو إستثماري خال من أساليب الإحتيال وتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين ومن المضاربة، مما يعزز الثقة في السوق المالية ،إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية اذ تتوفر المعلومات المفيدة بشكل كاف ، فإنه يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة بما يضمن التسعير العادل لها . فالحوكمة عنصر جوهري من عناصر خلق الشفافية و توطيد دعائم الثقة بالإستثمار في الأوراق المالية وذلك من خلال نشر كافة المعلومات المحاسبية والمالية بصورة دورية للمستثمرين لأن هذه المعلومات تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية<sup>4</sup>.

أما بالنسبة للمستثمر: ففي دراسة قامت بها مؤسسة "ماكزري وشركائه" أثبتت أهمية الحوكمة للمستثمر أكثر من فرض النمو أو أداء السوق فيما يتعلق بتحقيق العائد المناسب ، وقد أظهر المستثمرون رغبتهم في دفع مكافآت للشركة التي تلتزم بالتطبيق السليم لمعايير الحوكمة<sup>5</sup>. ذلك أن الحوكمة تعمل على حماية حقوق المساهمين مثل : حق التصويت وحق اختيار أعضاء مجلس الإدارة ، وحق المشاركة في القرارات التي تؤثر على الاداء<sup>6</sup>. وتوفر الحماية لحقوق مساهمي الأقلية من الإستغلال. وأظهرت دراسة (القاضي وندة) أن الدول التي توافرت لديها نظم أقوى لحماية حقوق مساهمي الأقلية ، تمتعت بوجود أسواق مالية أكثر سيولة ووضخامة كما أنه بالمقارنة بين الدول، وجد أن الدول التي تتمتع بنظم قانونية ضعيفة لا تحمي مساهمي

<sup>4</sup> د. شريف غياط ، أ فيروز رجال، 2012 ، حوكمة الشركات : أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي ،مجلة الأكاديمي العربية في الدنمارك ، العدد 2012/12/11 منشور في مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد ،جامعة قالمة، ص.16.

<sup>5</sup> يوسف طارق محمد ،2007، الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطها بالمعايير المحاسبية ، المؤتمر العربي الأول حول متطلبات حوكمة الشركات واسواق المال العربي ، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية ،ص.25.

<sup>6</sup> شحاتة السيد شحاتة وعلي نصر عبد الوهاب،2007.مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال

العربية والدولية المعاصرة ،الدار الجامعية ، مصر،ص.29.

الأقلية وتكون الشركات لديها مملوكة، أو تحت سيطرة أقل من المستثمرين الحاكمين بدلا من هيكل المالكين واسع الانتشار.<sup>7</sup>

وقد وجدت دراسة (الشرع) أن التطبيق الجيد للحوكمة تزيد من فعالية وكفاءة الرقابة على الأنظمة وتعزز المصدقية في مخرجات هذه الأنظمة خاصة فيما يخص التقارير المحاسبية<sup>8</sup>، أما بالنسبة للمقرضين والموردين فإن التزام الشركة بقواعد الحوكمة الجيدة يعمل على تزويدهم بالمعلومات التي تساعد على تحديد فيما إذا كانت قروضهم والفوائد المتعلقة بها سوف تدفع لهم عند الاستحقاق.<sup>9</sup>

ورغم أن كل مؤسسة مدرجة في البورصة ملزمة قانونا بإعطاء معلومات ضرورية صادقة وكافية لكل المتعاملين، إلا أنه عمليا هناك عدة طرق ووسائل يلجأ إليها معدوا وعارضوا التقارير والنشرات المالية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات وتغيير الحقائق بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرارات المستثمرين، كما أنه لكل مؤسسة أسلوبها الخاص، والشكل التالي يوضح كيفية التضليل على مستوى الأسواق المالية .

<sup>7</sup> القاضي حسين ، ندى مالك كنان ، 2008 ، حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سوريا ، دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية ، مؤتمر الأسواق المالية، دمشق ، ص11.

<sup>8</sup> الشرع أحمد عماد، 2008 ، دور الحوكمة في تعزيز الثقة والمصدقية في التقارير المالية، دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية ،رسالة ماجستير غير منشورة ،جامعة دمشق، كلية الإقتصاد ،دمشق ،سوريا ، ص124.125 .

<sup>9</sup> حماد عبد العال طارق ، 2000 ، التقارير المالية أسس الإعداد و العرض والتحليل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، ص 89 . 90.

شكل 1 يظهر كيفية إخفاء الحقائق في السوق المالية .

### أدوات إخفاء الحقائق

- ضبابية البيانات

- غموض المصطلحات

أدوات الإخفاء ← ازدواجية المعايير ← طمس الحقائق و التزييف

- الكلمات المهمة

- اختلاف الأسس المحاسبية

- شراء الذمم .

المصدر: دبله فاتح ، بن عيشي بشير ، 2012 ، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري ، يومي 07/06 ماي 2012 ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، بسكرة ، ص8.

هناك عدة أمثلة حول كيفية إخفاء الحقائق وتضليلها، فالأزمات اوضحت نقاط ضعف في الرقابة على الأنشطة المالية، ومثال ذلك شركة ENRON التي كانت صانع سوق رئيسي في سوق المشتقات الطاقوية واحدى الشركات الكبيرة التي تمد السوق بالسيولة. حيث قامت باستخدام اساليب محاسبية معقدة، الغرض منها حجب وعدم توضيح الإفراط في الإعتماد على الإقتراض لتمويل أنشطتها وإخفاء ضعف إيراداتها، فأدى ذلك إلى الإفراط في تنفيذ عمليات بالغلة التعقيد خارج الميزانية ، والى صعوبة ادراكها واكتشافها بواسطة المحللين الماليين و المساهمين.و يمكن ارجاع ذلك الى وجود بعض الثغرات في معايير المحاسبة الأمريكية في معالجة ومحاسبة الأنشطة التي تنفذ خارج الميزانية.

إن تفشي مثل هذه الظواهر التي توحى بالتضليل والتلاعب والفساد في بعض الشركات ، من

شأنها أن تشيع جوا من الإحباط في الأسواق ، مما يؤدي إلى تعثر كبير من المتعاملين وعزوفهم عن الاستثمار كما قد تترتب مخاطر أخرى منها<sup>10</sup> :

- ضعف الإستثمار وهروب الأموال خارج البلاد .

- حجام المستثمرين وعزوفهم عن الاستثمار محليا ودوليا .

- تعرض الشركات للخسارة والإفلاس

- انكماش حجم المعاملات في الأسواق المالية .

- التأثير على اتجاه السوق والتغيير من النتائج المحققة .

**أهمية الحوكمة في السوق المالية:** تعاضمت بشكل كبير مكانة الحوكمة في الأسواق المالية كونها تعمل على<sup>11</sup> :

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لإستثماراتهم، مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وحائزي أقلية الأسهم. .  
تعظيم القيمة السهمية للشركة وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية ، وخاصة في ظل إستحداث أدوات وآليات مالية جديدة، و حدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي ...إلخ.

- التأكيد على كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الإستخدام الأمثل لها منعا لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.  
- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للمؤسسات من خلال أسواق المال ، وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

**خطوات تطبيق الحوكمة في السوق المالية :** يحدد مركز المشروعات الدولية الخاصة "CIPE" مجموعة من الخطوات المتتالية للحوكمة الخاصة بالمؤسسات أو الشركات المدرجة أوراقها المالية في البورصة ، وسنصلها في الجدول التالي :

<sup>10</sup> جهاد خليل الوزير، أيلول 2007، دور حوكمة الشركات في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية ، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، موسوعة الإقتصاد و التمويل عن الموقع [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com) ، تاريخ الإطلاع 2016/07/17 .

<sup>11</sup> ماجد أحمد إسماعيل شلبي، 2007، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات" كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص43 . 44 .

جدول 1 يبين الخطوات المتتالية للحوكمة الخاصة بالشركات أو المؤسسات المدرجة أوراقها المالية في البورصة.

| المستوى (4)<br>القيادة   | المستوى (3)<br>الإسهام الأساسي<br>في حوكمة<br>الشركات على<br>المستوى القومي  | المستوى (2)<br>الخطوات<br>الإضافية لضمان<br>تحقيق حوكمة<br>الشركات  | المستوى (1)<br>ممارسات حوكمة<br>الشركات المتعارف<br>عليها   | السمات                       |
|--|--|---|---|------------------------------|
| الشركة معترف بها دولياً بوصفها زعيم قومي لها موقع بين رواد العالم في حوكمة الشركات . | - الإلتزام بجميع التوصيات المتعلقة بميثاق أفضل الممارسات القائم في الدولة.<br>- إحتواء مجلس الإدارة على لجنة الحوكمة.  | - تحديد موظف مسؤول عن ضمان الإلتزام بميثاق الحوكمة.<br>- الإفصاح بشكل دوري للمساهمين عن ميثاق حوكمة الشركات.                                  | التأكد من ممارسة الجوانب الشكلية للحوكمة.<br>- تحتفظ الشركة بميثاق الحوكمة.   | (أ) الإلتزام بحوكمة الشركات  |
| يتكون معظم مجلس الإدارة من أعضاء مستقلين.  | - تتضمن لجنة المراجعة أعضاء مستقلين فقط.<br>- تعيين لجنة من لجان المجلس تعمل على إقرار جميع الصفقات المبرمة مع التابعين للمساهمين.<br>- توجد لجنة متخصصة تابعة للمجلس تختص بموضوعات فنية أو فض النزاع.<br>- يعاد انتخاب المجلس كاملاً بشكل سنوي. | - يتضمن عضوين أو ثلاثة مستقلين عن الإدارة<br>- لدى المجلس لجنة مراجعة محاسبية.<br>- تناسب تكوين مجلس الإدارة مع مهام الإشراف المتصل بالتقييم. | . ينعقد بشكل دوري.<br>- يحصل أعضاءه على معلومات مناسبة و وقت كاف للتحليل والتشاور.<br>- لا يشمل أعضاءه الموظفين التنفيذيين. | (ب) هيكل مجلس الإدارة و عمله |



|                                       |   |  |  |
|---------------------------------------|---|--|--|
| <p>(ج) الشفافية<br/>و<br/>الإفصاح</p> | <p>- إعداد القوائم المالية وفق نظام دولي للمحاسبة .<br/>- لدى الشركة نظام قوائم من الضوابط الداخلية و المراجعة المحاسبية.<br/>- الإلتزام الكلي بشروط الإفصاح.</p>                           | <p>- نشر التقارير الربع السنوية.<br/>- إعداد القوائم المالية والتقارير بناء على معايير المراجعة الدولية تراجعها شركة مراجعة معترف بها دوليا.</p>   | <p>- الإفصاح عن الشؤون المالية وغير المالية وفق أعلى المعايير الدولية .<br/>- إتاحة صور الإفصاح و الإتصالات بالمساهمين على شبكة الأنترنت .</p>                               |
| <p>(د) معاملة المساهمين الأقلية</p>   | <p>- إخبارهم بإجتماعات المجلس والسماح لهم بالتصويت .<br/>- المعاملة بالتساوي في التصويت والإكتتاب ونقل الملكية و الإفصاح عن المعلومات .<br/>الحصول على معلومات دقيقة حول تركيز الملكية.</p> | <p>- التمثيل الجيد في آليات التصويت .<br/>- وضع سياسات للتعامل معهم عند تغيير السلطة.<br/>- تبني الشركة سياسات واضحة و إفصاح تام فيما يتعلق بكافة الطبقات أو التعاملات مع الشركات التابعة للمساهمين المسيطرين.<br/>- الإفصاح عن المخاطر الرئيسية التي تواجه أقلية المساهمين في التقرير السنوي.</p> | <p>- إمتلاك الشركة آليات فعالة للتصويت من أجل حماية أقلية المساهمين من التصرفات التي تتسم بالتحيز ضدهم عند تركيز الملكية أو تضارب مصالحهم مع مصالح المساهمين المسيطرين .</p> |

المصدر: شركة التمويل الدولية (2003) ، جدول الخطوات المتتالية لحوكمة الشركات الخاص بالشركات

المقيدة في البورصة ، مركز المشروعات الدولية، ص06.01 ، متوفر على الرابط الإلكتروني التالي:

.www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp

**المحور الثاني : مساهمة الحوكمة في استقرار السوق المالية.**

يساهم التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة في المؤسسات أو الشركات العاملة والمدرجة أوراقها المالية في الأسواق المالية إلى بلوغ مستويات عالية من حالة الإستقرار و إستمرار تلك الحالة لفترات زمنية أطول ، موفرة بذلك المناخ الملائم للأسواق المالية بدون مخاطر أو حالات تلاعب و لن يتعزز هذا التطبيق السليم الا من خلال وضع الرقابة المالية كضابط من ضوابط السوق المالية . فيما يلي تفاصيل مساهمة الحوكمة في ذلك:

- توفير بيئة أعمال مستقرة : توفير الحوكمة الأساس لبيئة أعمال مستقرة يعتبر في غاية الأهمية للأسواق المالية والشركات أو المؤسسات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الإقتصاد العالمي. ما يساعد على ذلك تطبيق أسس الحوكمة التي تطرقنا إليها سابقا التي نقصد بها الإفصاح والشفافية، المسؤولية، المعاملة العادلة. هذه المبادئ هي بمثابة أداة فعالة لإنضباط نشاط السوق المالية بما يحقق حقوق المساهمين وأصحاب المصالح . وينبغي الإلمام أكثر بمبدأي الإفصاح والشفافية فهما مبدئان أساسيان يعتبران الأهم عند إدراج الشركات في بورصات الأوراق المالية.

فالشفافية والإصلاح يشملان كلا من المعلومات والممارسات الخاصة بالسوق المالية، حيث من خلالهما يستطيع المستثمرون معرفة الوضع الحقيقي للشركة المدرجة في البورصة. فالشفافية من شأنها التقليل من التقلبات في السوق المالية كما يمكنها أن تفرض نظاما يعمل على تحسين جودة إتخاذ القرار في قطاع الإكتتاب العام ، والهدف منها هو المساعدة على رفع الأداء الإقتصادي وتحسين عمل الأسواق المالية وتساعد المشاركين في السوق على توقع وتقييم المعلومات السلبية، أما الإفصاح يتعلق بالقوائم المالية ، يجب أن يكون شاملا يسمح بالوفاء لإحتياجات المستخدمين الآخرين، و بضبط الفساد من خلال مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة. و بالتالي الشركات الملتزمة بمعايير الحوكمة تضمن تحقيق عوائد وقيم مرتفعة بالمقارنة مع الشركات الأخرى لذلك حرصت عدد من المؤسسات المهمة بالأسواق المالية بإطلاق مؤشرات الحوكمة<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> . نرمين نبيل أبو العطا ، (2006) ، حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر ، رسالة ماجستير ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، ص 60.

كما تجدر الإشارة إلى أهمية الحوكمة وتطبيق مبادئها على شركات التصنيف الإئتماني (الجدارة الإئتمانية)، التي طالها الفساد ولعبت دورا مهما في صناعة الأزمات في الأسواق المالية<sup>13</sup>.

تخفيض المخاطر المالية: أكدت نتائج دراسة تجريبية قدمها كل من Vince Hopper و Boom Stim و Asfandyar Uppal سنة 2009<sup>14</sup>، أجرت اختبار بواسطة استخدام نماذج العلاقة بين تسعير الأصول الرأسمالية بمختلف أسواق المال (متقدمة منها وأخرى ناشئة) مع نوعية مؤشرات حوكمة المؤسسات العاملة بتلك الأسواق، خلصت على وجود علاقة ارتباط قوية بين انخفاض المخاطر بالأسواق المالية التي تتسم البيئة المؤسسية العاملة بها بالتطبيق الجيد لمعايير الحوكمة، و تنخفض هذه العلاقة كلما انخفضت مؤشرات تطبيق معايير الحوكمة بالمؤسسات العاملة بتلك الأسواق، وتختلف هذه النتائج حسب مدى كفاءة كل سوق على حدى<sup>15</sup>.

- كشف حالات التلاعب: أشارت دراسة لـ Winkler سنة 1998<sup>16</sup> إلى أهمية الحوكمة في تحقيق الإستقرار بتجنب الأزمات المالية من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الإقتصادية بالأسواق المالية وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين و العمل على الحد من التقلبات بالأسواق. ويتم الكشف عن هذه الحالات بالتدقيق والرقابة المالية نظرا لدينامكية الحركة السريعة والمتلاحقة في الأسواق المالية التي تستلزم التدقيق المستمر في مدى تنفيذ البنود المنظمة مع التطوير المستمر مع التأكيد على

<sup>13</sup> مدني أحمد ، (جوان 2013)، دور وكالات التصنيف الإئتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات اصلاحها ، المجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية ، العدد 10 ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف ، ص60.

<sup>14</sup> Vince Hopper , Ahboon and As Fandyer Yppal, 2009 governance and stock market performance , journal of economic system, school of banking and finance , the university of new south wales , sydney ,N: 33,p 93 -115.

<sup>15</sup> فؤاد علوان ، 2012 ، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية ، دراسة تطبيقية على اسواق رأس المال العربية ، دار الفكر والقانون ، مصر، ص 189.

<sup>16</sup> ماجد احمد إسماعيل شلبي. (2007). تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق ، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ص40.

المتابعة الفورية أثناء التداول من طرف هيئات سوق المال (أو قبل أو بعد التداول كذلك) للحيلولة ودرأ أي تلاعب ولعلاج الخلل وتدعيم إستقرار الأسواق المالية .

- وضع نظام للرقابة المالية (الشفافية والمساءلة) : إن وجود نظام متكامل من الشفافية و المساءلة للمسؤولين في وظائفهم والقدرة على محاسبتهم عن إدارتهم وحماية الصالح العام من التعسف و الإستغلال يعتبر مساهمة في تفعيل السوق المالية. إذ لا يقتصر الدور الرقابي على أداء السوق المالية على طرف واحد بل يشترك في ذلك العديد من الأطراف تتمثل في :

أ- أطراف رقابية عامة : أي الرقابة تكون على هيئة سوق المال، البورصة، الشركات التي لها علاقة بالبورصة. يتعلق الدور الرئيسي لهذه الأطراف بتقوية الانضباط والرقابة الخارجية من خلال تحسين الأنظمة المالية بإيجاد نظام لتجنب تضارب المصالح فضلا عن تبني المعايير الدولية في مجال التداول بالبورصة والمعايير الخاصة بالمحاسبة الدولية فيما يتعلق بالإفصاح وإعداد التقارير والشفافية المالية.

ب- أطراف رقابية مباشرة : تشمل المساهمون ، مجلس الإدارة ، لجنة المراجعة ، المراجعون الداخليون و الخارجيون. لتقوية الضبط الداخلي للسوق المالية وحماية المساهمين يجب تقوية نظام مجلس الإدارة ومساءلته من خلال التحديد الواضح والدقيق لمهامه ومسؤولياته وعقوبته عند المخالفة وفرض التعيينات الإلزامية كالتصويت مثلا، فضلا عن ذلك تعزيز التدقيق والرقابة. فالرقابة الداخلية تهدف إلى رفع التقارير التي تصدر عنها إلى الإدارة العليا و تنسيق العلاقة بين السوق المالية والإدارة العليا فقط. وكذلك تنسيق العلاقة بين مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح ، فعلى أطراف الرقابة الداخلية أن يتمتعوا بالكفاءة العلمية والمهنية والحيادية في العمل و الاستقلالية.

ج - أطراف أخرى : مثلا بعض العملاء الذين تتعامل معهم السوق المالية كالموردين ، المودعين أو المقترضين .

لا يتم تعزيز نظام الرقابة المالية و تفعيله على مستوى السوق المالية إلا بالشفافية والمساءلة. فهما مفهومان مترابطان يعزز كل منهما الآخر. ففي غياب الشفافية لا يمكن وجود المساءلة وما لم يكن هناك مساءلة فلن يكون للشفافية أية قيمة . فوجود هاتين الحالتين معا يسهم في قيام إدارة فعالة وكفؤة ومنصفة على صعيد المؤسسات المالية ولاسيما السوق المالية. سنعرض بهذين المفهومين:

- الشفافية : تعرف على أنها ظاهرة تشير إلى تقاسم المعلومات والتصرف بطريقة مكشوفة. قد يكون لها دور حاسم في الكشف عن المساوئ و في حماية مصالح البعض. تمتلك الأنظمة ذات الشفافية إجراءات واضحة لكيفية صنع القرار على الصعيد العام، كما تمتلك قنوات إتصال

مفتوحة بين أصحاب المصلحة والمسؤولين ، وتضع سلسلة واسعة من المعلومات في متناول الجمهور .

تقوم الشفافية على التدفق الحر للمعلومات، و تتيح للمعنيين أن يطلعوا مباشرة على العمليات و تزيد درجة الشفافية من سهولة الوصول إلى المعلومات. فالشفافية عنصر رئيسي من عناصر المساءلة يترتب عليها جعل جميع الحسابات أو التقارير متاحة للفحص الدقيق. فهي تقي من الأخطاء خاصة في التقدير و من الفساد و غيابها بإدارة السوق المالية يتيح فرصة كبيرة لإرتكاب المخالفات من جانب المتعاملين و الإخلال بالأمانة في العمل من جانب الموظفين خاصة وأن العولة المالية والثورة التقنية والمعلوماتية و الإتصالات مع ما واكبتها من إنفتاح في الأسواق المالية زاد من تأثير ذلك. فإطار الشفافية يجب أن يتضمن تقديم إفصاحات كافية وملائمة وفي توقيت مناسب تكون دقيقة موثوقة وشاملة لكل الأمور والعناصر التي تمس الأداء و أسلوب ممارسة السلطة ، لتوفير الصحة والسلامة المالية للسوق المالية ، وتوفير المناخ للمعلومات ، و جذب إهتمام المستثمرين، وتحقيق الإنباه واليقظة فيما يحدث بالسوق المالية<sup>17</sup> .

- المساءلة: يعرف برنامج الأمم المتحدة الإنمائي المساءلة على أنها الطلب من المسؤولين تقديم التوضيحات لأصحاب المصلحة حول كيفية إستخدام صلاحياتهم وتصريف واجباتهم، و الأخذ بالانتقادات التي توجه لهم وتلبية المتطلبات المطلوبة منهم وقبول (بعض أو كل) المسؤولية عن الفشل وعدم الكفاءة او عن الخداع والغش . وقد أشار تقرير لجنة cadbury الصادر عام 1992، بأن يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الإدارة ، فمجلس الإدارة يقوم بدوره في توفير البيانات الجيدة للمساهمين، وعلى المساهمين القيام بدورهم في إبداء رغبتهم في ممارسة حقوقهم كمالك لأسهم أو سندات في السوق المالية . فلكل منهم دوره في تفعيل تلك المساءلة. بالإضافة إلى ذلك أشار تقرير بنك Crédit Lyonnais والذي يحمل عنوان المحاسبة عن المسؤولية بأن دور مجلس الإدارة إشرافي أكثر منه تنفيذي، وعلى الأعضاء القيام بتدقيق فعال

<sup>17</sup> مولاي لخضر عبد الرزاق، عجيلة محمد، 11 و12 مارس 2008، الحوكمة كمدخل للرقابة والمساءلة في البنوك الجزائرية ، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي حول : إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة ، ص5-6 .

، كما لوح في القسم الخامس منه والذي يحمل عنوان المسؤولية إلى ضرورة وضع آليات تسمح بتوقيع عقاب أو توبيخ على الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا لزم الأمر ذلك<sup>18</sup> . كما أن تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر عام 1999 ، أشار هو الآخر في المبدأ الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة إلى ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين. يضاف إلى ذلك أن المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للأوراق المالية عام 2003 و الخاصة بحوكمة الشركات المندرجة فيها<sup>19</sup> ، لفتت إلى ضرورة تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الأساسية. للإشارة ، ففي ضوء ما تتبنى الحوكمة من مساءلة ورقابة محاسبية نقول أنه تأخذ إتجاهان :

الأول: المساءلة والرقابة الرأسية : من المستويات الإدارية الأعلى إلى المستويات الإدارية الأدنى. الثاني: المساءلة والرقابة الأفقية : هي المتبادلة بين كل من مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصلحة في الوحدة الاقتصادية أو المالية.

**المحور الثالث : دور حوكمة السوق المالية في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات.** إن اهم دوافع الاهتمام بالتطبيق السليم لقواعد و ضوابط الحوكمة هو كسب الثقة في الأسواق المالية بما يحمي السوق المالية و ينعكس إيجابا عليها. لاسيما وأن الإفصاح كأحد أهم مبادئها يخلق جو إستثماري خال من أساليب الإحتيال وتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، مما يعزز الثقة ، إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية اذ بتوفر المعلومات المفيدة بشكل كاف و شفاف، فإنه يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة بما يضمن التسعير العادل لها . ما لم يؤدي إلى تقديم المعلومات المالية المهمة في الوقت الملائم لن يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات. خاصة و انه هناك أثر متبادل بين المعلومات و سوق الأوراق المالية متمثلا في تأثير المعلومات على حركة التداول و الاسعار ، فالحوكمة اذن تهتم

<sup>18</sup> سميحة فوزي ، أبريل 2004 ، حوكمة الشركات في مصر ، مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى ، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، غرفة التجارة الأمريكية، ص361-369.

<sup>19</sup> محمد أحمد إبراهيم خليل ، 2007، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية ، دراسة نظرية تطبيقية ، ورقة عمل في ندوة، السوق المالية ، نظرة مستقبلية ، كلية اللغة العربية والعلوم الاجتماعية والإدارية السعودية (قسم المحاسبة)، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية، ص14.

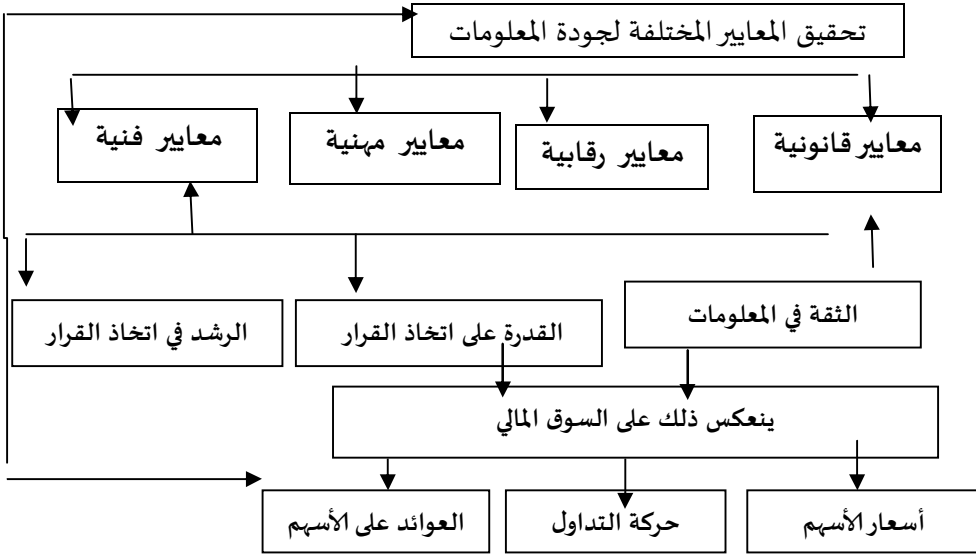
بدعم ومتابعة المعلومات في المراحل المختلفة و في تحقيق جودتها و بالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية ، تفاصيل ذلك موضحة في هذا المحور.

أهمية المعلومات في العلاقة بين الحوكمة والسوق المالية : أن المعلومات تعتبر محور نظام الحوكمة لكون هذه الأخيرة تهتم بدعم ومتابعة المعلومات في المراحل المختلفة و ذلك من خلال مايلي<sup>20</sup>:

- مرحلة الرقابة على العمل المحاسبي والتي تشمل : الرقابة القبلية والأخرى الرقابة البعدية للعمل المحاسبي وتقويم مسؤولية مجلس الإدارة ، والمستويات الإدارية المختلفة والمراجعين.
- مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي بداية من الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وتوفير الخصائص النوعية للمعلومات وتقويم ومتابعة الأداء وإدارة الأرباح إنتهاءا بالإفصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية وتوصيلها أو نشرها لمختلف المستخدمين لها سواء داخل أو خارج السوق المالية .
- مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية وتشمل أدوار كل من لجان المراجعة والمراجعة الخارجية وما تحققه من ثقة ومصداقية في المعلومات التي تم الإفصاح عنها .
- لا شك فيه ، أن أهمية المعلومات ومدى جودتها يمثل حلقة الربط بين دراسة موضوع الحوكمة وعلاقته بالأسواق المالية. حيث يمكن من خلال الشكل الموالي الوقوف على علاقة حوكمة الشركات من خلال جودة المعلومات بالأسواق المالية و الإنعكاسات المترتبة عنها .

<sup>20</sup> د. الياس بن ساسي ، أ، خيرة الصغيرة كماسي ، 25-26 نوفمبر (2013) ، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول "آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية" جامعة ورقلة ، ص 639.

شكل 2: يبين مكانة المعلومات في العلاقة بين حوكمة الشركات والأسواق المالية.



المصدر : محمد إبراهيم خليل ، (نوفمبر 2007)، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية و انعكاساتها على سوق الأوراق المالية ، دراسة تطبيقية ، جامعة الملك خالد ، منشورة على الموقع :

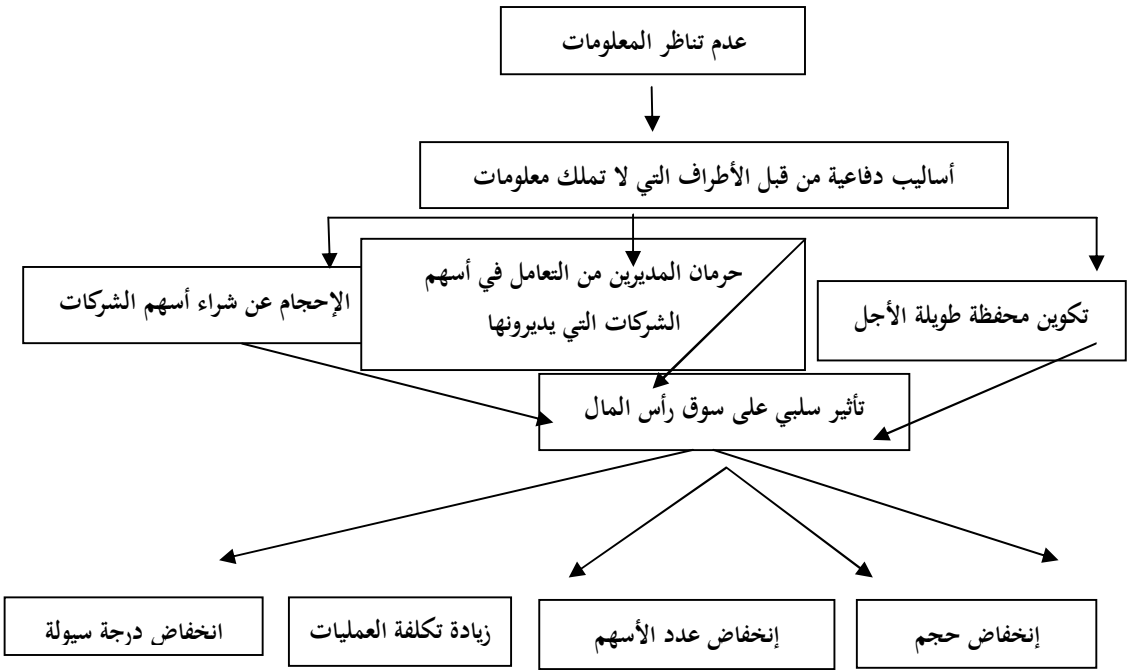
[www.jps-.com/forum/forum-posts-asp](http://www.jps-.com/forum/forum-posts-asp)

أثر عدم تناظر المعلومات على الأسواق المالية : يفترض في الأسعار في ظل فرضية السوق الكفاء أن تتصف بالعشوائية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بها. أما حين لا تنعكس المعلومات بشكل كاف في الأسعار في الوقت المناسب فهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها في الأسعار مما يتيح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية وهذا ما يعرف باللاكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالية التي تبدأ بالانهيار تدريجياً. إن تغييب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فإن حصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة غير منشورة قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة، حيث انه من خلال ورقة بحثية بعنوان التكنولوجيا وإنتاج المعلومات وكفاءة السوق، ناقش كل من Shleifer and Gildor تأثير التكنولوجيا على الأسواق المالية، إذ حسب رأيهما أدى التقدم التكنولوجي إلى تطور الأسواق المالية بصورة ملحوظة، إلا أن مستوى جودة المعلومات قد تدهور، وذلك لاجتذاب أعداد كبيرة من المستثمرين عديهي الخبرة في مجال السوق المالية، كما أن قدرتهم ضعيفة لاستيعاب المعلومات المفصح عنها وتقييم الأسهم وتحديد القرار الاستثماري الملائم على أساسها



فكانت خصائص أولئك المستثمرين بمثابة حافز قوي لدفع الشركات لتشويه المعلومات الواجب الإفصاح عنها وجعلها أكثر غموضا. كما أن لدى بعض الشركات أطراف داخلية تستطيع في كثير من الحالات استغلال المعلومات المحاسبية قبل نشرها في القوائم والتقارير المالية لتحقيق أرباح غير عادية ، وقد تعتمد إدارة الشركة حجب بعض المعلومات على اعتقاد أنها تضر بمركزها التنافسي ، وبهذا يؤدي عدم تناظر المعلومات الى انسحاب الأطراف التي لا تملك معلومات فيصغر بذلك حجم السوق وترتفع تكلفة العمليات ، وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض سيولة الأسهم مما يؤثر سلبا على حركة الاستثمار والتنمية الاقتصادية عموما . اذن تسريب المعلومات وتداولها وسط فئة محدودة من المتعاملين ينطوي على تعامل مبني على الغش والخداع كما أنه يغير بمصالح حملة الأوراق المالية فضلا على أنه يسئ إلى المناخ الاستثماري العام. ويمكن توضيح تأثير عدم تماثل المعلومات على أسواق المال بالشكل التالي:

الشكل 3: يبين أثر عدم تناظر المعلومات على كفاءة أسواق المال .



المصدر: كمال الدين الدهراوي وحمد سرايا ، 2001، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ص35.

من الشكل نلاحظ أن ظاهرة عدم تماثل المعلومات تحقق بعض السلبيات أهمها زيادة تكلفة رأس المال وانخفاض كفاءة سوق رأس المال بسبب المتاجرة بالمعلومات الداخلية.

كما أشار Crhristozov et all (2006) الى أن عدم تماثل المعلومات يحدث عندما يكون لدى أحد أطراف العملية معلومات أكثر وأفضل من المعلومات المتاحة للأطراف الأخرى، إذا في حالة عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى المجازفات التالية : - سوء الفهم - سوء التفسير - سوء الاستنتاج والاستدلال. وهذا سوف يؤدي إلى مخاطر غير مرغوبة مثل ما يلي <sup>21</sup>:

- تخفيض درجة السيولة للأوراق المالية .

- زيادة تكاليف العمليات.

- صغر حجم السوق (بمعنى قلة الأوراق المالية المعروضة للبيع أو الشراء) .

- انخفاض حجم العمليات وقيمتها (قيمة الأسهم المباعة والمشتراة في فترة معينة) .

هذه المخاطر ينتج عنها عدم كفاءة سوق رأس المال ما ينعكس على الاقتصاد كله ، كمجموعة احترازاات يمكن تخفيض هذه المخاطر عن طريق مدخلين <sup>22</sup> :

- تخفيض عدم تماثل المعلومات عن طريق زيادة مستوى الفهم المتبادل بين الطرفين (الإدارة والمستثمرين) .

- تقديم ضمان warranty يغطي مخاطر عدم تماثل المعلومات ، وذلك عن طريق اقتسام المخاطرة sharing the risk بين الطرفين (الإدارة والمستثمرين) وتتفاوت الآراء بشأن الآثار المترتبة على عدم تماثل المعلومات والتي يمكن تقسيمها إلى اتجاهين هما <sup>23</sup> :

الاتجاه الأول: يرى أن عدم تماثل المعلومات بأشكالها المختلفة يؤدي إلى تحقيق عائد غير عادي ، لبعض الأطراف على حساب أطراف أخرى من خلال معرفتهم المبكرة بمعلومات عن أداء الشركة ما يترك تأثيرا سلبيا على كل من: المتعاملين في السوق، الشركات المصدرة ، الأوراق المالية ، سوق الأوراق المالية ، والاقتصاد القومي.

الاتجاه الثاني: يرى إمكانية معرفة السوق للمعلومات الخاصة و استيعابها، وهذا يجعل من

<sup>21</sup> محمد ياسر أحمد السيد ، (2008) إطار مقترح الإفصاح المحاسبي للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، دراسة نظرية ميدانية ، رسالة دكتوراه في المحاسبة ، كلية التجارة جامعة طانطا.

<sup>22</sup> د. محمود رجب يس غنيم ، دور الإفصاح الإلكتروني في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاس ذلك على كفاءة سوق رأس المال المصري ، جامعة بنها، ص 16 ، متوفر على الموقع : www.bu.edu.eg تاريخ الإطلاع . 2016/06/14

<sup>23</sup> الدهراوي كمال الدين ، (1994) ، دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال ، مجلة كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول .

الصعب تحقيق عائد غير عادي للمتعاملين ذوي المعلومات على حساب المتعاملين دون المعلومات ، وهذا يعني أنها لا تترك أي آثار سلبية على المتعاملين في سوق الأوراق المالية. يعتبر الاتجاه الأول هو الأكثر منطقياً لوجود العديد من الأطراف، ولا سيما الداخلية والتي تمتلك الحافز والخبرة في مجال عملها مما يجعلها تستطيع اكتساب خبرة معلوماتية على حساب الأطراف الأخرى إما من خلال استغلال المعلومات قبل أن يتم الإفصاح عنها بشكل عام، وإما من خلال حجب تلك المعلومات عن الأطراف الأخرى.

أشار البعض إلى أن وجود عدم تماثل المعلومات يترتب عليه ظهور عدد من المشكلات والتي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، من أهمها<sup>24</sup>:

- التوجيه الخاطئ للاستثمارات من جانب المستثمر، فقد يحدث قبل الاستثمار ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين قد يحدث إما الإحجام عن الاستثمار من قبل المستثمر، أو عرض أسعار خاطئة للأوراق المالية.

-زيادة أعباء التمويل (تكلفة رأس المال).

- خلق فجوة قيمة بين قيمة السهم وسعر السهم.

إضافة إلى ما سبق ، هناك من يعتبر أن شيوع ظاهرة عدم تماثل المعلومات يشجع على إدارة الربحية وما يترتب على ذلك من تأثير على كل من<sup>25</sup>:

- جودة الأرباح : حيث تترك إدارة الربحية تأثيراً سلبياً على خاصية الجودة.

- أداء الأسهم : تترك إدارة الربحية تأثيراً سلبياً على أداء الأسهم وذلك لأنه في ظل اكتشاف ظاهرة عدم تماثل المعلومات يحدث رد فعل سلبي من قبل المستثمرين وبالتالي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم . ومن جهة أخرى، في ظل عدم اكتشافها تظهر سوق المال أسعار غير حقيقية للأسهم لا تعبر عن الأداء الحقيقي للشركة وهذا يؤثر سلبياً على أسعار الأسهم في المستقبل.

-الضرر الاجتماعي: يترتب على إدارة الربحية مجموع من الأضرار الاجتماعية أو ما يسمى بالتكاليف الاجتماعية الناتجة من الاستثمارات الخاطئة في فترات التلاعب في الربح أو الناتجة

<sup>24</sup> كريمة دينا عبد الحليم ، (2011) ، أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال ، دراسة تطبيقية على قطاع البنوك في مصر ، المجلة العلمية للبحوث و الدراسات التجارية ، كلية التجارة ، جامعة حلوان، العدد الرابع .

<sup>25</sup> السيد صفا محمود ، (2005) ، التوسع في الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات بالبورصة المصرية ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، جامعة سوهاج ، المجلد التاسع عشر ، العدد الأول .

من حماية المجتمع من سلوك الإدارة الانتهازي أو الناتجة من وضع قوانين حماية المستثمر وغيرها.

ما يمكن قوله أن عدم تماثل المعلومات على سوق رأس المال، القطاع المالي، والاقتصاد القومي كله، له آثار سلبية كالانسحاب من سوق رأس المال كله ما قد يؤدي إلى صغر حجم سوق رأس المال وزيادة تكلفة العمليات، وإلى تخفيض سيولة الأسهم ما يؤثر بالسلب على حركة الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

ومن وجهة نظرنا نرى بأن الإفصاح يمكن أن يتغلب على نواحي القصور في التقارير المالية، و نفس الوقت يمكن أن يحد من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية ، والعدالة في إتاحتها وتوفيرها لجميع المستثمرين في نفس الوقت ، وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال متمثلا في الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم ، وكذلك زيادة حجم العمليات لسوق رأس المال وتخفيض السيولة اللازمة التي تشجع التعامل في سوق رأس المال ، وتحقيق المنفعة للقطاع المالي وبالتالي الاقتصاد القومي ككل ، وستعمق أكثر في دوره في تخفيض عدم تناظر المعلومات ، والآليات الواجب إتباعها لتعزيز الإفصاح في الأسواق المالية.

دور مبادئ الحوكمة (الإفصاح) في تحقيق عدم تناظر المعلومات " **information asymmetry**": يعتبر النقص في إنتاج المعلومات عاملا معززا في ارتفاع تكاليف الوكالة مما يترتب عنه انعكاسات سلبية على الأطراف الخارجية، لكن على العكس من ذلك ، يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تناظر المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية<sup>26</sup> ، وبالتالي يزيد من كفاءة السوق المالي وصولا إلى توفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، حيث يرى البعض ك HAZEN 2005 أن الإفصاح هو الأداة الأساسية لضبط الأسواق المالية<sup>27</sup>. وهو ما

<sup>26</sup> مازاري عبد الحفيظ ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات ، دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة تلمسان ، 2014-2015 مترجم عن : Dan lin, Hsien-chang kuo , Lie-hey Wang, Can Disclosure : Quality Explain Dividend Payouts?, international business research ,vol 7, no7, 2014, p10

<sup>27</sup> مازاري عبد الحفيظ ، نفس المرجع السابق ، مترجم عن :

Steveni.I; Shwarcy ;Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financier markets ,Cambridge university press, 2011, p 95.

من شأنه أن يخفض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها. ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهدا لتحقيق أغراضه الذاتية دون الاخلال بالتوازن القائم في السوق. وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات للمتعاملين كافة، محاولة من خلال طمأنتهم بصدق البيانات المفصح عنها. وهناك ثلاث نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل في ما يلي:

أ . نظرية التعاقدات الكفوة " efficient contacts " وفقا لهذه النظرية فإن كافة الأطراف تتصرف بالرشد الاقتصادي، فيحاول كل منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف لطرف آخر، وقد أبرزت بحوث عديدة مثل ( Benston 1986 و Lew et Penman 1990 ) ، أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

ب . نظرية السلوك الانتهازي " Opportunistic Behavior " تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء. أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها ، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات المستقبلية. ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذه النظرية نذكر : ( Walts 1977 ) ( Haut Hansen 1981 ) و ( Healy 1985 )، إذ توصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف السياسية الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها .

ج . نظرية توفير المعلومات: " Information Perspective " تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية و شكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة ، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثمارهم .

الآليات الواجب إتباعها لتعزيز الإفصاح في الأسواق المالية : أن المعلومات الناتجة عن نظام معلوماتي في ظل تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة تحقق العديد من المزايا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية ومن تم الوصول إلى الأسعار العادلة للأوراق المالية ، ولعل أهم الآليات الواجب إتباعها لتعزيز الإفصاح في الأسواق المالية ما يلي<sup>28</sup> :

<sup>28</sup> هشام طلعت عبد الكريم ، عماد دلول ، 2009، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية )، مجلة الإدارة والاقتصاد ، العراق ، العدد 77 ، ص 52.

التوسع في تفاصيل المعلومات المالية: يتأثر سعر الأوراق المالية بمجموعة من المتغيرات (الربحية، العائد، التدفقات النقدية، المخاطرة...) ولقد قدمت الدراسات والبحوث الكثير من الأدلة حول علاقة الارتباط القائمة بين المعلومات المالية و سلوك أسعار الأوراق المالية ، كما يزخر الفكر المالي بالكثير من الدراسات التي تؤكد ذلك، في الوقت الذي يجمعون فيه المستثمرون و المحللون الماليون على عدم كفاية المعلومات المالية المنشورة في الوصول إلى السعر العادل للأوراق المالية نتيجة القصور في نشر المعلومات المالية، و أيضا التلخيص و التركيز في بنود القوائم المالية.

الاهتمام بالمعلومات غير المالية: يجب أن يتضمن الإفصاح إلى جانب المعلومات المالية، المعلومات غير المالية كسمعة الشركة في السوق ومدى استقرار نشاط الشركة ، سمعة الإدارة ، وغيرها من المعلومات لاتخاذ الفرار الاستثماري المناسب من جانب المستثمرين.

التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي: على الرغم من اتفاق مستخدمي القوائم المالية على أهمية الإفصاح الاختياري في توفير المزيد من المعلومات ، إلا أن الواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الإستراتيجية و البيانات غير المالية بالإضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي لا تشملها القوائم المالية ، حتى يكون بالإمكان توسيع دائرة المعلومات لمجموع الأطراف ذات العلاقة وبالتالي الحد من عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأطراف ، وبالتالي يتطلب الوصول إلى تحقيق سوق مال كفاء التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي.

تدعيم الإفصاح الإلكتروني: يساعد الإفصاح الإلكتروني على نشر المعلومات المالية و غير المالية في التوقيت المناسب أولا بأول ولقد أثبتت العديد من الدراسات أن الإفصاح الإلكتروني يحقق العديد من المزايا منها: توفير المعلومات في الوقت المناسب و بصورة ملائمة، تحقيق إمكانية التحديث الفوري للمعلومات، تحسين عملية الإفصاح ، تحقيق الشفافية و تخفيض درجة عدم تناظر المعلومات.

## الخلاصة:

إن قواعد الحوكمة تكتسي أهمية بالغة لتحقيق استقرار السوق المالية، لأنها تعد مؤشرا دقيقا وحساسا لسلامة السوق. إذ أن السوق المالية لا يمكن أن تزدهر وتنمو إلا من خلال الثقة لدى المستثمرين بما يحقق الشفافية ومن المعروف أن استقرار السوق يتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد ، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن المعلومات الداخلية التي تقلل من مستوى عدم تناظر المعلومات و تضمن تحسين تقلبات أسعار الأوراق المالية . وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين لأن جودة الحوكمة تنعكس من خلال مبادئها ( كمبدأ المشاركة في الرقابة المالية، و مبدأ الإفصاح) على جودة المعلومات وهذا ينعكس على عدة جوانب من السوق المالية خاصة فيما يخص مشكلة تناظر المعلومات.

## نتائج الدراسة:

من خلال دراستنا لموضوع حوكمة السوق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات توصلنا الى النتائج التالية:

مفادها أنه لتعزيز دور حوكمة السوق المالية في الحد من عدم تماثل المعلومات يجب معرفة الأهمية القصوى التي تتمتع بها المعلومات فهناك تأثير مباشر و صريح للمعلومات على السوق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة أو من جانب تأثيرها على أسعار الأوراق المالية و العائد عليها أو من جانب تأثيرها على حجم التداول و تنشيط حركة سوق الأوراق المالية. هذا التأثير أو الارتباط يشكل منطقة أداء متميز متوازن المصالح و هي محل الاهتمام التي توفر مجال التقاء و ترابط العناصر الثلاثة و التي تتمثل في التطبيق الفعال للحوكمة و ما ينتج عنها من إفصاح للمعلومات ذات جودة عالية و بالتالي تنشيط السوق المالية.

## قائمة الهوامش والمراجع:

## باللغة العربية:

1. هيثم الشخص، جوان 2015، حوكمة البورصات العربية . ورقة الكترونية مأخوذة من الموقع : العربي الجديد ، تاريخ الإطلاع : 2016/05/04 منشورة على الموقع : [www.alaraby.co.uk](http://www.alaraby.co.uk)
2. د.محمد فوزي ، 2015. تأثير تطبيقات الحوكمة على الأداء المالي لشركات البورصة ، ورقة الكترونية مأخوذة من الموقع : بوابة الشرق الأوسط ، تاريخ الاطلاع : 2016/05/04 منشورة على الموقع : [www.jbcnews.net/article/148057](http://www.jbcnews.net/article/148057)
3. د. شريف غياط ، أ فيروز رجال، 2012 ، حوكمة الشركات : أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي ،مجلة الأكاديمي العربية في الدنمارك ، العدد 2012/12/11 منشور في مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد ، جامعة قلمة ، ص16.
4. يوسف طارق محمد ، 2007 ، الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطها بالمعايير المحاسبية ، المؤتمر العربي الأول حول متطلبات حوكمة الشركات و اسواق المال العربي ، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية ، ص25.
5. شحاته السيد شحاته وعلي نصر عبد الوهاب، 2007، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة ،الدار الجامعية ، مصر، ص29.
6. القاضي حسين ، ندى مالك كنان ، 2008 ، حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سوريا ، دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية ، مؤتمر الأسواق المالية، دمشق ، ص11.
- 7.الشرع أحمد عماد، 2008 ، دور الحوكمة في تعزيز الثقة والمصدقية في التقارير المالية، دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية ،رسالة ماجستير غير منشورة ،جامعة دمشق، كلية الإقتصاد ،دمشق ،سوريا ص124.125 .
- 8 . حماد عبد العال طارق ، 2000 ،التقارير المالية أسس الإعداد و العرض والتحليل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،مصر، ص 89 .90.
9. جهاد خليل الوزير ،أيلول 2007، دور حوكمة الشركات في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية ،الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، موسوعة الإقتصاد والتمويل عن الموقع [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com) ،تاريخ الإطلاع 2016/07/17 .
10. ماجد أحمد إسماعيل شلبي، 2007، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، المؤتمر العلمي السنوي



- الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات" كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص43 .44 .
11. نرمين نبيل أبو العطا ، (2006) ، حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر ، رسالة ماجستير ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، ص60 .
12. مدني أحمد ، (جوان 2013) ، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات اصلاحها ، المجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية ، العدد 10 ، جامعة حسيبة بن بوعلوي ، الشلف ، ص60 .
13. فؤاد علوان ، 2012 ، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية ، دراسة تطبيقية على اسواق رأس المال العربية ، دار الفكر والقانون ، مصر ، ص189 .
14. ماجد احمد إسماعيل شلبي .(2007) .تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريد ، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ص40 .
15. مولاي لخضر عبد الرزاق، عجيلة محمد، 11 و12 مارس 2008، الحوكمة كمدخل للرقابة والمساءلة في البنوك الجزائرية ، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي حول : إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة ، ص5-6 .
16. سميحة فوزي ، أبريل 2004 ، حوكمة الشركات في مصر ، مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى ، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، غرفة التجارة الأمريكية، ص361-369 .
17. محمد أحمد إبراهيم خليل ، 2007، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية ، دراسة نظرية تطبيقية ، ورقة عمل في ندوة، السوق المالية ، نظرة مستقبلية ، كلية اللغة العربية والعلوم الإجتماعية والإدارية السعودية (قسم المحاسبة)، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية، ص14 .
18. د. الياس بن ساسي ، أ، خيرة الصغيرة كمامي ، 25-26 نوفمبر (2013) ، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول "آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية" جامعة ورقلة ، ص639 .

19. محمد ياسر أحمد السيد ، (2008) إطار مقترح الإفصاح المحاسبي للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، دراسة نظرية ميدانية ، رسالة دكتوراه في المحاسبة ، كلية التجارة جامعة طانطا.
- 20 د. محمود رجب يس غنيم ، دور الإفصاح الإلكتروني في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاس ذلك على كفاءة سوق رأس المال المصري ، جامعة بنها، ص 16 ، متوفر على الموقع : [www.bu.edu.eg](http://www.bu.edu.eg) تاريخ الإطلاع 2016/06/14 .
21. الدهراوي كمال الدين ، (1994) ، دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال ، مجلة كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول .
22. كريمة دينا عبد الحليم ، (2011) ، أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال ، دراسة تطبيقية على قطاع البنوك في مصر ، المجلة العلمية للبحوث و الدراسات التجارية ، كلية التجارة ، جامعة حلوان، العدد الرابع .
23. السيد صفا محمود ، (2005) ، التوسع في الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات بالبورصة المصرية ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، جامعة سوهاج ، المجلد التاسع عشر ، العدد الأول .
- 24 . هشام طلعت عبد الكريم ، عماد دلول ، 2009، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية )، مجلة الإدارة والاقتصاد ، العراق ، العدد 77 ، ص 52.
- 25 . دبله فاتح ، بن عيشي بشير ، 2012 ، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري ، يومي 07/06 ماي 2012 ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. بسكرة ص8.
- 25- شركة التمويل الدولية (2003) ، جدول الخطوات المتتالية لحوكمة الشركات الخاص بالشركات المقيدة في البورصة ، مركز المشروعات الدولية، ص01 — 06 ، متوفر على الرابط الإلكتروني التالي [www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp](http://www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp) .
- 26 . كمال الدين الدهراوي وحمد سرايا ، 2001 ، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ص35.
- 27- مازاري عبد الحفيظ ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات ، دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة تلمسان ، 2014-2015 ، ص 139.

## باللغة الأجنبية:

1. Comité sur les systèmes de paiement et de réglemant ,comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs ,avril 2012 ,principes pour les infrastructures de marchés financiers,traduction française du document intitulé «principales for financialmarket infrastructure » banque des règlements internationaux, disponible sur le site : web de la BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) et de l' O.I.C.V ([www.iosco.org](http://www.iosco.org)) , revoir le 15/07/2016 .
- 2- Vince Hopper , Ahboon and As Fandyer Yppal,2009 governance and stock market performance , journal of economic system, school of banking and finance , the university of new south wales , sydney ,N: 33,p 93 -115,
3. Dan lin, Hsien-chang kuo ,Lie-hey Wang, Can Disclosure Quality Explain Dividend Payouts?, international business research ,vol 7, no7, 2014, p10; translated by MAZARI Abd lhafid.
- 4- Steveni.I; Shwarcy ;Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financier markets ,Cambridge university press, 2011, p 95; translated by MAZARI Abd lhafid.