

أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية

**Business Ethics and Efficient Financial Markets: Some Applications to the
Algerian Financial Market**أ. عمر عبده سامية³
جامعة قلمة، الجزائرأ. مريمت عديلة²
جامعة قلمة، الجزائرأ.د. جبار محفوظ¹
جامعة سطيف1، الجزائر**ملخص:**

وصلت مبالغ الصفقات التي تعقد في الأسواق المالية إلى مستويات خيالية، لاسيما في العشرين أو الثلاث الأخيرة، بسبب التطور التكنولوجي الهائل في مجال الاتصالات وتنوع الأدوات المالية المتاحة للاستثمار والتغطية من المخاطر. إلى جانب ذلك تنتشر العديد من الممارسات والسلوكيات غير الأخلاقية في تلك الأسواق التي تحتاج إلى ترسيخ قواعد تعامل قويمية، مهنية وشفافة لترفع من كفاءتها وتسهل ألياتها للقيام بدورها الأساسي، ألا وهو تمويل الاقتصاد وتوفير فرص توظيفية لأصحاب الفوائض المالية، وتحسين كفاءة تخصيص الموارد المتاحة.

في هذا الإطار سندرس في الفصل الأول كفاءة السوق المالية وعلاقتها بالمعلومة ومتطلباتها وأشكالها. نحلل بعد ذلك أخلاقيات الأعمال وعلاقتها بالأسواق المالية مركزين في ذلك التصرفات غير الأخلاقية التي تمارس في تلك الأسواق مثل البيع الصوري، تسريب المعلومات مشاكل الوكالة، المخاطر المعنوية، الاختيار المعاكس وغيرها. عالجتنا في الرابع علاقة أخلاقيات الأعمال بكفاءة الأسواق المالية، لاسيما الإفصاح المالي والمعايير المحاسبية، عدم تماثل المعلومات، مشاكل الوساطة وتضارب المصالح معرجين في ذلك على الصناديق الأخلاقية والتوظيف فيها. ختمنا البحث بتقديم بعض الممارسات غير الأخلاقية التي سجلت في السوق المالية الجزائرية.

Abstract:

Transactions in capital markets account for huge amounts of money, especially during the past two or three decades. That is because of technological progress and a wide range of financial instruments available for investment and hedging

purposes. In parallel with that, there exist a great number of unethical practices in those markets, which harm their efficiency, transparency and resources allocation. This also hinders markets to play their key role, i.e. financing companies and providing better opportunities to savers and investors.

need proper values, ethics and fairness in order to promote efficiency,

In this context, we study, in chapter one, the financial market efficiency, its forms, characteristics and relation with information. Then, we investigate the business ethics and its relation to financial markets, concentrating on a number of practices such as insider trading, agency problems, moral hazard, and adverse selection. We study in the forth the relation between business ethics and market efficiency, focusing mainly on disclosure, accounting standards, information asymmetry, brokerage houses, conflicts of interests, and ethical funds and placements. Finally, we provide in the fifth, some real unethical practices which occurred in the Algerian stock market.

- مقدمة

لا نبالغ إن قلنا أن أخلاقيات الأعمال تمس أنشطة الأسواق المالية أكثر من أي نشاط أو مجال آخر من المجالات. ربما يرجع ذلك إلى ضخامة الصفقات التي تعقد في تلك الأسواق، والتي تجاوزت حجم المعاملات في الأنشطة الاقتصادية المادية، كالإنتاج العالمي والتجارة العالمية مثلا بعشرات وربما مئات المرات. فالمبالغ الضخمة وتعقد العمليات والتطور الهائل في مختلف نواحي الحياة المالية الحديثة بسبب الثورة التكنولوجية، خاصة تكنولوجيا المعلومات وغيرها من العوامل جعلت بعض جوانب وأنشطة الأسواق المالية من اختصاص فئة متميزة من المتدخلين، الشيء الذي زاد من أهمية أخلاقيات الأعمال في النظام المالي ككل. تزداد تلك الأهمية أكثر إذا ما تعلق الأمر بكفاءة الأسواق المالية، باعتبارها أمرا غير واضح في جميع الحالات.

فأخلاقيات الأعمال تتعلق بالعديد من المجالات والأنشطة. فبالإضافة إلى المجال المالي، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، تمس التحكم المؤسسيات corporate governance والوكالة agency وتسيير المحافظ المالية وصناديق الاستثمار والوساطة المالية وغيرها من الأنشطة التي أصبحت تقتضي اللجوء إلى خدمات الكثير من المتخصصين في تلك المجالات وينجر عنه تخويلهم بعض الصلاحيات في اتخاذ القرارات.

1-1- مشكلة البحث

تكمن أهمية هذا البحث في الربط بين العدد الهائل من المعاملات المتنوعة التي تتم في الأسواق المالية الحديثة وما قد يلحق بها من ممارسات وسلوكات غير قويمه تمس بكفاءتها وبالتالي تضر بالمتدخلين، لا سيما صغار المستثمرين. يؤدي ذلك إلى اختلال نظام المنافسة والشفافية، الشيء الذي يؤدي في الغالب إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية التي سرعان ما تنهار بانتشار تلك الممارسات. وعليه هل بإمكان قواعد أخلاقيات الأعمال أن تزيل أو على الأقل تحد من الآثار السلبية لتلك الممارسات وترفع من كفاءة الأسواق المالية وتحسن تخصيص الموارد المتاحة؟

2-1- مناهج وأدوات البحث

سنتناول بالتحليل، في الخطوة الأولى من هذا المداخلة، موضوع كفاءة السوق المالية الذي يعتبر من المواضيع المثيرة للجدل، لا سيما فيما يتعلق بعلاقة الكفاءة بالمعلومة وتأثير ذلك على أسعار الأدوات المالية المتداولة. ندرس بعد ذلك العديد من الأنشطة التي تحتاج بصفة أو بأخرى إلى مجموعة من الضوابط الضرورية لإدارتها مثل المحافظ المالية وصناديق الاستثمار. نتعرض بعد ذلك بشيء من التفصيل إلى أخلاقيات الأعمال وعلاقتها بالأسواق المالية مركزين، في مرحلة متقدمة من ذلك الجزء، على العلاقة بين أخلاقيات الأعمال وكفاءة الأسواق والمظاهر التي قد تؤثر على مستوى تلك الكفاءة. في الأخير نقدم بعض الأمثلة الحية عن السلوكات الممارسة في السوق المالية الجزائرية، والتي مست كفاءتها في العمق.

من حيث الأدوات رجعنا إلى العديد من موائيق أخلاقيات المهنة codes of ethics التي تنشرها الشركات العريقة على شبكة الإنترنت، مركزين على تلك التي تنشط في الحقل المالي مثل شركة Nomura Group اليابانية. كما لجأنا إلى الأدوات الرياضية والإحصائية في الجزء التطبيقي متى دعت الحاجة إلى ذلك، كما هو موضح أكثر في الفصل الأخير من هذه المداخلة.

2- كفاءة السوق المالية

تعتبر السوق المالية المحور الرئيسي في عملية تنشيط الاستثمار، ذلك أنها تَشكِّل الوعاء الذي تصبُّ فيه المدخرات التي يتم توجيهها لخلق طاقات إنتاجية جديدة. ولما كانت الشركات الشريان الرئيسي للأداء الاقتصادي في الأسواق المالية، فإن ما توفره من معلومات عن مركزها المالي، يشكل

أساسَ الاستثمار في الأوراق المالية. فالمعلومات المحاسبية تشكل النواة الأولى التي تُبنى عليها قرارات الشركة، حيث توفر لها المعلومات المالية عن القيمة الاقتصادية لثروتها في لحظة معينة، والتعبير عن التغيرات التي تطرأ على تلك الثروة خلال فترة زمنية محددة، وذلك عن طريق ترجمة الأحداث والعمليات المرتبطة بالنشاط الاقتصادي إلى تدفقات مالية قابلة للقياس والتبويب والتلخيص في جملة من القوائم التي توضح الوضعية المالية للشركة، وكذا نتيجة نشاطها لمختلف المتعاملين معها من بنوك ومستثمرين وموردين وعملاء ومصالح جبائية.

من هنا تتجلى أهمية الإفصاح المالي في الحفاظ على عدالة الفرص وشفافية المعلومات المحاسبية الواردة إلى السوق المالية، إضافة إلى تمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات المسجلة بها، وصولاً إلى الأسعار الحقيقية لأسهمها. هذا مؤداه زيادة حجم العمليات والصفقات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، ومن ثم رفع كفاءتها. لذا كانت الكفاءة بشقها السعري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسيع الأسواق المالية، إذ تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها حتى تؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف، ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني.

1-2- مفهوم كفاءة السوق

لقد وصف الاقتصادي Fama السوق الكفؤة بأنها: "السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة المعلومات بشكل تام[1، ص.383]". ويشير ناصر بن غيث إلى كفاءة السوق بأنها تعني: "أن أسعار تداول أسهم أو سندات أيٍّ من الشركات المدرجة تعكس بشكل حقيقي جميع المعلومات المتعلقة بتلك الشركة وبوضعها المالي وبأدائها عموماً[2]". يمكن القول أن أسعار الأسهم في السوق الكفؤة تستجيب بسرعة لكافة المعلومات التي ترد عن الشركات صاحبة تلك الأسهم. هذه المعلومات يمكن أن تشمل على القوائم والتقارير المالية، السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، ومختلف المعلومات المحاسبية المؤثرة في القيمة السوقية للسهم أو تقارير وتحليلات عن الوضع المالي للشركة. هذا يعني أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس القيمة السوقية للسهم تماماً قيمته الحقيقية Intrinsic Value التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر. وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين مفهومين للكفاءة هما:

أ- الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market ويقصد بمفهوم الكفاءة الكاملة "عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغير فوري فيه ومن ثم لا تتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره[3، ص.181]". وعليه فإنه في ظل السوق

ذات الكفاءة الكاملة يتم استيعاب المعلومات بشكل سريع مما ينعكس أثره على أسعار الأسهم المتداولة في السوق، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج بشأن قيمة السهم، وبالتالي لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عائد غير عادي. وتتصف الأسواق الكاملة بما يلي [4، ص. 364]:

- توافر المعلومات المتاحة للجميع بدون تكلفة وفي الوقت نفسه: تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- عدم وجود قيود على التعامل كالضرائب وتكاليف المعاملات: يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صَغُرَ حجمها.
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات أي منهم تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم: على كل مستثمر أن يَقْبَلِ الأسعار المعلنة و يُسَلِّمَ بها.
- اتِّسام المستثمرين بالرشد: فهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلالهم ثرواتهم.

ب- الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market وتعني الكفاءة الاقتصادية "وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم [3، ص. 182]". هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، أي أن كيفية تغير سعر ذلك السهم تكون بطيئة بعض الشيء، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا لدرجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية.

2-2- كفاءة السوق وعلاقتها بالمعلومات

أكدت معظم الدراسات الميدانية أن التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض، وأن التكهّن بها مستحيل ومن ثم لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من طرف أفراد معينين على حساب غيرهم. بمعنى آخر لا يمكن تسجيل أو تحديد اتجاه عام لتطور الأسعار في البورصة، حيث تمتاز الأسعار هناك بالعشوائية Randomness. ولقد تمت دراسة سلوك الأسعار السوقية بدرجة مكثفة، بغرض التحقق هل أن الأسعار تتعدّل بسرعة وبدقة عندما ترد معلومات جديدة، فإذا حدث ذلك فإن السوق تتصف بالكفاءة. أي إذا عكس السعر الجاري تماما المعلومات الواردة إلى السوق، فإن السوق كفاءة مما يعني أن السعر عادل ولا يوجد مجال للقول بأن السعر السائد أقل أو أعلى مما يجب. ويمكن تلخيص الأوضاع الثلاثة المحتملة لتعديل سعر سهم شركة ما كما يلي [3، ص. 173]:

■ حالة السوق الكفؤة: تكون الاستجابة فورية في سعر السهم لأيّ معلومات ترد، ولا مجال لزيادة السعر أو انخفاضه عن السعر العادل.

■ حالة الاستجابة المتأخرة Delayed reaction حيث يحدث تعديل جزئي في سعر السهم، فتستغرق عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي مدة معينة من تاريخ الإفصاح عن تلك المعلومات.

■ حالة الاستجابة المغال فيها Overreaction يتجه السعر إلى مستوى أعلى [أو أدنى] من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير تلك المعلومات، مما يدفع السعر إلى أعلى [أو أدنى] ثم يعتدل بعد ذلك.

3-2-3- متطلبات كفاءة السوق

السوق الكفؤة هي التي تحقّق تخصيصا كفؤا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه هذه الأخيرة إلى المجالات الأكثر ربحية باستمرار. ولكي تحقق السوق هدفها المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء والتوجيه الفعال للموارد المالية المتاحة، فإن الأمر يتطلب توفر سمتين أساسيتين هما:

1-3-2- كفاءة التشغيل. أو ما يعرف بالكفاءة الداخلية، حيث يعرفها منير هندي بأنها: "قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبّد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه [5، ص. 500]". وعليه يمكن القول أن كفاءة التشغيل هي كافة العوامل التي تساعد في تنشيط وتحسين وتسويق الأوراق المالية في البورصة، خاصة فيما يتعلق بتخفيض تكلفة التعامل. فالمشتري الذي لا تصادفه عقبات مادية يتحمّس للشراء أكثر. كذلك الشيء نفسه بالنسبة للبائع، فبمجرد حصوله على هامش ربح معقول- كان ينتظره- يقوم بعرض أوراقه ما دامت تكاليف الصفقات منخفضة نسبيا. بذلك يسعى كافة المتعاملين للحصول على المعلومات وعقد الصفقات فيزداد التنافس والنشاط في البورصة.

ومن أحسن الأمثلة على التشريعات التي سمحت برفع كفاءة التشغيل في البورصات الأمريكية، تلك التي صدرت في 1975، والتي سمحت بمقتضاها للشركة أن تسجّل أوراقها المالية في أكثر من بورصة، مما خلق تنافسا قويا بين صناع السوق، ترتّب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق نشطة للورقة المالية المعنية. كما صدرت تشريعات متعلقة بعمولة السمسرة بأن أصبحت محل تفاوض بين السماسرة والمتعاملين، الأمر الذي أدى إلى زيادة التنافس بين بيوت السمسرة وصناع السوق، مما أدى إلى انخفاض محسوس في العمولات التي يتقاضونها، وبالتالي ارتفعت كفاءة التشغيل في تلك الأسواق.

2-3-2- كفاءة التسعير. يطلق عليها أيضا بالكفاءة الخارجية، إذ يشير منير هندي إلى أن: "المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة،

ودون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة [4، ص.372]. هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات فتكون لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، أي أنه يَصْعُبُ على أيٍّ منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب غيرهم. ومن ثم يتسارع المتعاملون للحصول على المعلومات -السارة وغير السارة- التي ترد إلى السوق، فيتنافسون في تحليلها واستعمالها في الشراء أو البيع مما يجعل أسعارها تتذبذب وفقا لتلك المعلومات، لذا يقال أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتعلقة بها بسرعة فائقة.

4-2- صيغ كفاءة السوق

يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق والمتمثلة فيما يلي:

1-4-2- الشكل الضعيف. يقتضي هذا الفرض بأن "المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية، بشأن ما حدث من تغيرات على السهم وعلى حجم التعامل في الماضي [6، ص.7]"، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة مسبقا في الأسعار الحالية، ومن ثم لا يمكن استعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين للتفوق على غيرهم في تحقيق أرباح متميزة.

وعليه تمثل الصيغة الضعيفة فكرة "الحركة العشوائية" لأسعار الأسهم، والتي تعني أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط (أي أن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي)، فلا يستطيع أيُّ محلل للمعلومات السابقة معرفة ما ستكون عليه سوق الأسهم في فترة قادمة.

2-4-2- الشكل متوسط القوة. حسب هذا الشكل فإن "أسعار الأوراق المالية -خاصة الأسهم- لا تعكس فقط التغيرات السابقة في السعر (المعلومات التاريخية) فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة لعامة الناس [4، ص.382]". تتمثل هذه المعلومات عادة في التقارير السنوية للشركة المعنية، المعلومات المقدّمة من قبل المستشارين المختصين في ميدان الاستثمار وكل ما يُنشر عن القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية الوطنية والدولية وغيرها من المعلومات المنشورة. ما يهم هنا هو مدى استجابة السوق لتلك المعلومات وهل تتغير الأسعار بسرعة بمجرد وصولها إلى السوق؟ الاستجابة أو التغير هنا يعني أن الأسعار تعكس تلك المعلومات الواردة للسوق بالسرعة المطلوبة التي قد تجعل بعض المستثمرين يحققون أرباحا غير عادية على حساب غيرهم. لهذا إذا ما تباطأت الأسعار في التغير (أي إذا سَجَل فارق زمني بين ظهور المعلومات وانعكاسها في الأسعار) فإن المستثمرين يلجئون إلى تحليل كافة المعلومات الخاصة بالأوراق المالية، والبحث عن تلك الأوراق غير المقيّمة جيدا من أجل تحقيق

الأرباح غير العادية. هذا مؤداه أنه إذا لم تعكس الأسعار المعلومات الواردة بسرعة فإن السوق غير كفؤة، مما يجعل بعض المستثمرين يتفوقون على غيرهم.

لكن كيف يمكن معرفة تلك الاستجابة وكيف يمكن تفسيرها (خاصة وأن تغير السعر قد يكون له أكثر من سبب)؟ لذا يجب رصد العلاقة وكذا العوامل المؤثرة في سعر السهم من قبل السوق ككل، ومن جهة أخرى آثار المعلومات الخاصة بالسهم على سعره.

في هذا الصدد يحاول نموذج السوق "Model Market" الإجابة على هذه الأسئلة، حيث يقول بعض الكُتَّاب أن هذا النموذج يُرجع ذلك التغير إلى سببين أو مصدرين هما:

- القسم الأول يعود إلى تأثير السوق، أي الخطر المنتظم غير القابل للتنوع.

- القسم الآخر يعود إلى خصوصيات السهم، أي الخطر القابل للتنوع الذي ينقسم بدوره إلى خطر سببه القطاع الصناعي وخطر سببه السهم المعني.

3-4-2- الشكل القوي. يقصد به "أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تُنشر بعد أو غير المعروفة بعد [7، ص.177]"، حيث تعتبر من الأسرار التي تحتفظ بها الشركات مثل: الأسرار التجارية وخطط الاستثمار المستقبلية وقائمة العملاء، الديون المعدومة أو المشكوك في تحصيلها، وغيرها من المعلومات التي يُشكّل التصريح عنها خطرا على أداء الشركات ومن ثم أرباحها. هذا ما يفسح المجال لبعض المتعاملين في السوق لاحتكار بعض المعلومات (Inside Information)، واستعمالها في تحقيق أرباح تفوق أرباح غيرهم من المتعاملين. من أمثلة ذلك نذكر: المدراء الذين يقومون بشراء أسهم شركاتهم وبيعها، ومحاولتهم الانطلاق من معلومات لم تُنح بعد للجمهور لاستعمالها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وتحقيق أرباح غير عادية. كما نجد بعض المحترفين كصناع السوق الذين بإمكانهم تحليل المعلومات بعد الحصول عليها بأية طريقة قبل وصولها للسوق، ومحاولة الاستفادة منها في التنبؤ بأسعار الأسهم، مما يمكنهم من تحقيق أرباح متميزة.

3- أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية

يشغل موضوع الأخلاقيات حاليا في المجتمع حيزا كبيرا من الاهتمام. ويعد ذلك مؤشرا على الاهتمام بكل من ضرورة توافر السلوك الأخلاقي للمحافظة على هذا المجتمع المدني كبر عدد الحالات التي اتضح فيها وجود تصرفات غير أخلاقية.

1-3- مفهوم أخلاقيات الأعمال

تعرف الأخلاقيات **ethics** بوجه عام على أنها مجموعة من المبادئ أو القيم. وتتمثل هذه المبادئ أو القيم في القوانين والقواعد التنظيمية والمواعظ الدينية بالإضافة إلى موثيق العمل للجماعات المهنية. ومن المتعارف عليه، اختلاف الأفراد في المبادئ أو القيم الأخلاقية. حيث، يمكن لشخص أن يطلع على المبادئ الموضوعية ويرى عدم وجوب إدراج بعض منها. وحتى إذا اتفق شخصان على المبادئ التي تحدد السلوك الأخلاقي، فمن المحتمل ألا يتفق على الأهمية النسبية لكل مبدأ. وتنتج هذه الفروق من ممارسة الحياة [17، ص.424].

وعليه يمكن القول أن أخلاقيات الأعمال تتمثل في "مجموعة من الأسس المعنوية والأخلاقية التي تميز بين ما هو صحيح وما هو خاطئ. فهي مجال معياري لأنها تصف ما على الشخص فعله وما عليه الابتعاد عن فعله. وقد تصبح أخلاقيات الأعمال مرادفاً لأخلاقيات الإدارة أو أخلاقيات التنظيم عندما تمثل بكل بساطة الحدود التي تنص عليها وتحدها القواعد المرجعية للشركات [18]".

كما لا يعتبر مفهوم أخلاقيات الأعمال جديداً، فبعض كتابات **Calvin** تعرضت لفكرة الأخلاقيات الممكن تطبيقها في الحياة الاقتصادية. بعد ذلك تبنى الأسقف البريطاني **Quakers** هذا الأسلوب في التفكير الداعي إلى تزواج الأعمال بالأخلاق منذ القرن السابق، كما سئز فيما بعد عند التعرض لصناديق التوظيف الأخلاقي [34].

3-1-1- المبادئ الأساسية لأخلاقيات الأعمال وأهميتها. تتمثل المبادئ الأخلاقية التي تمثل الخصائص والقيم التي يجب أن تتوافر في السلوك الأخلاقي لكافة الأفراد في المجتمع، والعاملين في مختلف الشركات والمؤسسات والتي تؤخذ بعين الاعتبار عند وضع موثيق أخلاقيات الأعمال في: الأمانة، الاستقامة، حفظ الوعد، الولاء والإخلاص، العدالة، الاهتمام بالآخرين، أن يكون مواطناً صالحاً، المثابرة والسعي للتفوق، المساءلة (تحمل مسؤولية قراراته) [17، ص.425-430].

أ- أهمية الحاجة إلى الأخلاقيات: يعد تواجد السلوك الأخلاقي في المجتمع أمراً هاماً حتى يعمل على نحو منظم ومحافظ، ويمكن النظر إلى الأخلاقيات على أنها المادة التي تعمل على تماسك المجتمع ببعضه البعض. فإذا لم يتم التعامل مع أفراد يتسمون بالأمانة فمن المستحيل أن يتواصل أفراد المجتمع. وتنبع أهمية وجود الأخلاقيات في المجتمع من أن صياغة القوانين تتم في إطار القيم الأخلاقية، كما توجد العديد من القيم الأخلاقية في المجتمع والتي لا يمكن إدراجها ضمن القانون بسبب طبيعة هذه القيم التي تتعلق بالأحكام الشخصية كالأمانة مثلاً. ويعرف العديد من الأفراد السلوك اللاأخلاقي على أنه السلوك المختلف عما يعتقدوه ويرونه ملائماً في ظروف معينة، ويقرر كل منا ما يمثل سلوكاً غير أخلاقياً.

ب- الأخلاقيات في دنيا الأعمال: توجد العديد من الحالات المنشورة عن فشل رجال الأعمال في التصرف على نحو متسق مع القيم الأخلاقية في المجتمع. فعلى سبيل المثال اعترفت مؤخرا شركة شهيرة في مجال الأغذية المصنعة قامت عمدا بالكذب في البيانات المصققة على غلاف المنتج لتخفيض التكاليف. كما قامت إدارة إحدى شركات الادخار والقروض بإساءة استخدام الأصول للحصول على ربح شخصي وفي بعض الحالات تم تحويل أصول الشركة للاستخدام في أغراض شخصية. ومن شأن ذلك إيجاد انطباع بأن الأعمال غير الأخلاقية هي السلوك الطبيعي في قطاع الأعمال. ويمكن أن ينشأ انطباع آخر بعدم قدرة الإدارة على التصرف على نحو أخلاقي وتحقيق النجاح المالي في نفس الوقت. ويوجد عدد هائل من الأدلة على عدم صدق هذه الاستنتاجات عن قطاع الأعمال والأخلاقيات الخاصة به، حيث تتبع العديد من شركات الأعمال الممارسات الأخلاقية في العمل لاعتقاد الإدارة بها في وجود مسؤولية اجتماعية للتصرف على نحو أخلاقي ولأن ذلك يعمل على ازدهار العمل أيضا. ولا يعد قرار الإدارة بالعمل على النحو الأخلاقي فلسفة جديدة في الإدارة، فقد وضعت العديد من الشركات موثيق أخلاقية رسمية خاصة بها تتعلق بضبط تصرفات الإدارة والموظفين، الهدف الأساسي من إعدادها هو تشجيع كافة الأفراد على العمل الأخلاقي من خلال توفير دليل للسلوك القويم.

3-1-2- السلوك المني والمنافسة. جاءت العلاقة بين أخلاقيات الأعمال والمنافسة انطلاقا من أن تزايد هذه الأخيرة بين الشركات قد جعلها تلجأ إلى العديد من السلوكات التي تتنافى والسلوكات المبنية القويمة. من الأمثلة على ذلك تشغيل الأطفال، الرشوة، المحسوبية، تضخيم أجور المدراء، تزوير المعلومات المحاسبية للظهور أمام الشركات المماثلة بمظهر المنافس القوي وغيره من أوجه السلوك المني الذي عادة ما يرتبط بالتنافس الحاد بين الشركات، كما سنرى بعد قليل بشيء من التفصيل. كما قادت المنافسة العديد من الشركات إلى الكثير من صيغ الفساد الإداري والمالي **corruption** والتلاعب بأسعار الأسهم. يضيف بعض الكتاب إلى كل ذلك النشاطات التجارية للجامعات، الشيء الذي أبعدها عن الرسالة العظيمة الموكلة لها والمتمثلة في البحث والتكوين وخدمة المجتمع بصفة عامة [45, p. 2; & 46, p. 1]. فبقدر ما تدفع المنافسة الشركات إلى تحقيق أعلى درجات الفعالية والكفاءة فقد تدفعها أيضا إلى التحايل في العديد من قضايا الإفصاح المالي وبالتالي تؤثر سلبا على كفاءة الأسواق المالية المدرجة فيها أسهم تلك الشركات.

3-1-3- الاقتصاد الأخلاقي، العوامة والخصوصية. لقد مست العوامة والخصخصة الكثير من الخدمات الأساسية والضرورية لحياة الإنسان مثل الماء، الصحة، الغذاء، التربية، البحث العلمي والمعرفة بصفة عامة، الشيء الذي طرح مسألة إنسانية هاتين الظاهرتين، أي العوامة والخصخصة. إذ يمثل قطاع الماء

استثمارا ضخما يصل إلى 1000 مليار دولار على المستوى العالمي، الصحة 3500 مليار دولار، التربية 2000 مليار دولار [47, pp. 4, 52]. مما جعل الشركات العالمية تتنافس للظفر بجزء ولو يسير من هذه الكعكة العالمية العملاقة. وخوفا من عدم وصول هذه الخدمات الأساسية إلى كافة سكان المعمورة بدأ يظهر ما يعرف بالاقتصاد الأخلاقي أو اقتصاد القيم بغرض جعل العولمة تحديدا، والتي أصبحت تميز الحياة الاقتصادية المعاصرة، أكثر إنسانية وجعل موردي تلك الخدمات وغيرها، بعد خصصتها، يشعرون بالمسئولية تجاه البشرية جمعاء.

2-3- الممارسات غير الأخلاقية في ميدان الأعمال

لقد سبق وأن أشرنا إلى كثرة وتنوع وتعقد الممارسات غير الأخلاقية في كافة الميادين وخاصة في الأسواق المالية. في هذه المرحلة من المدخلة نحاول أن نلخص أهم تلك الممارسات في ميدان الأعمال فيما يلي:

1-2-3- تشغيل الأطفال. يعتبر هذا السلوك من الممارسات المخالفة لأخلاقيات الأعمال. فهي تتنافى وحقوق الطفل، كما يعتبر من صيغ الاستغلال الفاحشة. غير أن للشركات الموظفة لهذه الفئة من العمال رأيا آخر مخالفا تماما، حيث ترى أن توظيف الأطفال يوفر دخلا إضافيا لعائلاتهم، مما يؤدي إلى إبعاد شبح سوء التغذية عنهم والفقر بصفة عامة. كما تعترف تلك الشركات بأنها تهدف من وراء تشغيل الأطفال إلى تخفيض تكاليف الإنتاج وزيادة تنافسيتها نتيجة تخفيض أعباء القوة العاملة.

2-2-3- تضخيم أجور المدراء. في حين يعتبر البعض أن رفع أجور المدراء إلى مستويات مبالغ فيها من الحوافز التي ترفع من مردوديتهم وبالتالي القدرة التنافسية للشركة المعنية وبالتالي زيادة كفاءة التداول على أسهمها، يرى البعض الآخر أن ذلك لا يعدو أن يكون إربعا لا علاقة له بمستوى الإنتاج أصلا، حيث جاء نتيجة "جشع" هؤلاء المدراء [45, p. 6]. وذلك على الرغم من أنه قد يكون لهؤلاء المسئولين دورا في تخفيض تكلفة التمويل وتعظيم القيمة السوقية للشركات في أسواق مالية كفؤة.

3-2-3- الأنشطة التجارية للجامعات. جلبت هذه الأنشطة انتباه الباحثين من كون أن الجامعة لها رسالة تربوية وبحثية وتكوينية وحتى حضارية تتجاوز الإطار المادي البحث. إذ قد تلهي الأنشطة التعليمية والتدريبية التجارية والأنشطة البحثية التجارية الجامعة عن المهمة الأساسية لها وهي الأنشطة البحثية التعليمية الصرفة التي تهدف بالأساس إلى خدمة المجتمع من صحة وتعليم وتكوين ونحوه. غير أن المنافسة بين الجامعات في الحصول على المشاريع البحثية بمختلف أنواعها والجري وراء مصادر التمويل البديلة جعلتها تغير أولوياتها في برامج البحوث، خاصة وأن الكثير من تلك الجامعات عجزت عن تغطية تكاليفها دون اللجوء إلى تلك الأنشطة. من ناحية أخرى يرى فريق آخر من المشرفين على تلك المؤسسات أن الإيرادات

التي تجلبها الجامعات من ممارسة الأنشطة التجارية مكنتها من الحصول على هياكل بحثية متطورة وعمقت البحث أكثر في العديد من الأنشطة الحساسة، لا سيما التكنولوجية منها.

4-2-3- الجنات الضريبية. الجنات الضريبية هي دول أو مناطق تتجمع في مركزها التدفقات المالية الناجمة عن الاقتصاد الليبرالي (التهريب الضريبي، اللامكانية...) وعن الاقتصاد الغير الشرعي (الجريمة، المخدرات، الدعارة، الفساد، الاختلاس...) نتيجة لغياب شبه تام للقوانين المنظمة وانخفاض كبير في الضرائب المفروضة [19]. لذلك فالجنات الضريبية هي مناطق تشجع التهرب الضريبي وتعيد تأهيل الأموال القذرة، وتخدم المافيا من كل أقطار العالم، وتنتفع من تواطؤ بعض مسؤولي الحكومات والمؤسسات المالية الكبرى. ولقد قدر حجم الأصول المالية في الجنات الضريبية في نهاية 1997 بـ 4800 مليار دولار، أكثر بقليل من نصف الأصول المالية المتداولة في العالم في نفس الفترة. وتعتبر الجنات الضريبية أحد أسباب عدم الاستقرار المالي، مما يتطلب السيطرة عليها، لأنها تسمح بتطور الممارسات المالية غير المراقبة وغير الأخلاقية في إطار التحرير المالي وقصور التشريعات المنظمة لحركة رؤوس الأموال الدولية. لذلك اقترح مجموعة من القضاة الأوروبيين إنشاء سجل تجاري دولي من أجل إقامة الحد الأدنى من ضوابط الشفافية للمتعاملين الماليين الدوليين. يوضع هذا السجل تحت إدارة سلطة موثوقة على مستوى عالمي، وتلتزم كل الدول المساهمة في المبادلات المالية الدولية بالخضوع لهذه السلطة وتوفير المعلومات المطلوبة حول المؤسسات المقيمة في ترابها: كهوية المسيرين، الهدف الاجتماعي للمؤسسات، الحسابات السنوية للمؤسسات... الخ. وتخضع الدول غير المتعاونة لنظام جزائي تدريجي قد يصل إلى درجة الحصار المالي. [20، ص. 21-22]

بالإضافة إلى هذا الاقتراح وفي إطار مواجهة اتساع رؤوس الأموال التي تعبر الجنات الضريبية، اقترحت لجنة الأعمال الضريبية لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE تقديم تعويض لمراكز الأوفشور من أجل إعادة هيكلة اقتصادها إذا ما خضعت إلى نظام ضريبي. ولكن تبقى الإرادة السياسية والضغطات الدولية أهم العوامل للقضاء على هذه الجنات الضريبية. فمثلا أعلنت جزيرة قبرص Chypre عن استعدادها عن التخلي عن هيكلها كمركز مالي أوفشور إذا كان هذا هو شرط انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي.

3-3- الممارسات غير الأخلاقية في الأسواق المالية

البورصة مثلها مثل أي مؤسسة، إذا لم تحقق أهدافها أو تعمل على مواكبة التغيرات والمستجدات في أساليب التعامل وتطور أشكالها وتعددها، فإنها ستفقد مبررات وجودها واستمرارها، ومن ثم ينكمش الدور الذي تمارسه وتقوم به. وحتى تنجح البورصة في أداء وظائفها لا بد من: وجود سياسة اقتصادية رشيدة، توفر أوضاع سياسية واقتصادية مستقرة، اعتماد الشفافية الكاملة حيث لا تدليس ولا محاباة، تكامل

البنوك والمؤسسات المالية وغيره من الشروط. إلا أن هناك صُورًا من التعامل اللاأخلاقي، من شأنها أن تعيق سير عمل البورصة لتحقيق ما تصبو إليه، تتمثل فيما يلي [21، ص. 86-89]:

1-3-3- البيع الصوري أو المظهري. يُقصد به خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يُذكر عليه [22]. ومثال ذلك قيام أحد الأشخاص ببيع أوراق مالية صوريا لأحد أفراد أسرته، أو قيام شخص ببيع وشراء الورقة ذاتها وفي اليوم نفسه متفققًا مع شخص آخر على ذلك. الهدف من هذا البيع إيهام المتعاملين بحدوث تغيرات سعرية للورقة المعنية، مما يعني أن تعاملًا نشيطًا قد جرى عليها. هذا مؤداه أن هناك نوعًا من الخداع والاحتتيال بغرض تحقيق الربح. فالمستثمر المخادع الذي يرغب في شراء أسهم شركة ما بأقل من سعرها الجاري، يمكنه أن يمارس البيع المظهري خاصة إذا كانت السوق غير نشيطة. فيقوم بشراء جزء من احتياجاته بالسعر الجاري ثم يعيد بيعه لأقاربه صوريا، أو يبيعه مباشرة لبيوت سمسة عديدة تحت أسماء بعض أقاربه. وبذلك تنتشر معلومات في السوق حول التعامل النشط لتلك الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية بشكل يوجي للمتعاملين بتدهور حالة الشركة المصدرة لها. هذا ما يدفع المستثمرين للتخلص مما بحوزتهم من تلك الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه مزيد من الانخفاض في الأسعار. حينئذ يدخل المستثمر المخادع كمشتري لتلك الأسهم. كذلك يمكن للمستثمر المخادع أن ينتهز فرصة ارتفاع القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيبيعها لغيره صوريا بسعر أعلى من السعر الجاري على أساس اتفاق بينهما، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص ببيعها له في اليوم نفسه. فمثل هذه الممارسات من شأنها أن توجي بزيادة التعامل على تلك الأسهم، مما قد يشجع مستثمرين آخرين على الدخول لشرائها، ومن ثم ترتفع قيمتها السوقية. فينتهز المستثمر المخادع الفرصة لبيع ما لديه من أسهم ليحني الأرباح وهكذا.

2-3-3- استغلال ثقة العملاء. أي أن يقوم السماسرة باستغلال ثقة عملائهم وذلك بإبرام صفقات نيابة عنهم، أو تشجيعهم على إبرام صفقات على أساس معلومات مضللة. ويرجع السبب في ذلك الاستغلال إلى أن السماسرة يحصل على عمولته من صفقات البيع والشراء التي يبرمها، سواء كانت صفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة، زادت حصيلة السماسرة. وعليه يمكن القول أن تلك الممارسات غير الأخلاقية تهدف إلى ابتزاز العملاء.

3-3-3- الشراء بغرض الاحتكار. يقصد به قيام شخص بشراء معظم الكمية المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك حتى يتمكن من بيعها لمن يرغب في شرائها بالسعر الذي يحدده، أو للانفراد بصناعة القرار في الشركة المصدرة للأوراق المالية. ويعتبر هذا النوع من الاحتكار قمة الاستغلال للمضاربين، حيث أن الأسعار التي يفرضها المحتكر غير عادلة، فهي ليست نتيجة لتلاقي قوى العرض والطلب، وبهذا تهتز الثقة في السوق.

3-3-4- اتفاقيات التلاعب. تتم هذه الأخيرة بواسطة شخصين أو أكثر، وتهدف إحداث تغييرات مفتعلة،

في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح. وفي هذا الصدد نجد نوعين من الاتفاقيات هما:

أ- اتفاقيات المتاجرة: يتم بمقتضاها امتلاك أكبر قدر ممكن من الأسهم التي تصدرها شركة ما، وذلك من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة الشركة المعنية، أو من خلال قيام السماسرة الأعضاء باستغلال ثقة عملائهم وحثهم على التخلص من تلك الورقة. وفي ظل هذا المناخ الذي يتسم بزيادة العرض، يُتَوَقَّع أن تتجه القيمة السوقية للسهم نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن، حينئذ يقوم المتفوقون بشرائها في سرية. وبعد امتلاك جميع الأسهم المتداولة، يبدأ الأعضاء من العاملين في الشركة المعنية في نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداؤها. كما يسعى الأعضاء من السماسرة في الوقت ذاته إلى حث عملائهم لشراء تلك الأسهم. كنتيجة لهذه الجهود يزداد الطلب وتأخذ القيمة السوقية في الارتفاع، فيُسارع جميع الأعضاء لإجراء المزيد من عمليات البيع الصوري، حتى يسود الاعتقاد بين المتعاملين على أن هناك تعاملًا نشيطًا على تلك الأسهم. كما قد يقومون برشوة بعض المتعاملين في وسائل الإعلام، لنشر تلك الأخبار السارة حول الشركة وأسهمها، مما يؤدي إلى التحسن الملحوظ في قيمتها السوقية. وعندما تصل القيمة السوقية إلى أقصاها، يقوم الأعضاء بالتخلص مما يمتلكونه من أسهم، وبالسرية ذاتها التي اشتروا بها.

ب- اتفاقية الاختيار: عادة ما يساهم في تنفيذها بعض أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية. ويتمثل دورهم في المساعدة على إبرام اختيار بين الأعضاء والشركة، يحصل الأعضاء بمقتضاها على الحق في شراء كمية كبيرة من أسهم الشركة مستقبلاً، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة.

ومن خلال معلومات مضللة عن مستقبل مزدهر للشركة، إضافة إلى استغلال السماسرة الأعضاء لثقة عملائهم، تأخذ القيمة السوقية للسهم في الارتفاع، فيسارع الأعضاء في ممارسة سلسلة من البيوع الصورية بأسعار أعلى، مما يؤدي إلى ارتفاع سريع في سعر السهم حتى يصل أقصاه. وهنا يقوم الأعضاء بتنفيذ حق الاختيار، وذلك بشراء الأسهم من الشركة بالسعر المتفق عليه، ثم يقومون ببيعها بالسعر السائد محققين أرباحاً ملحوظة. ويبدو أن الضحية لهذا النوع من الاتفاقيات هم في النهاية حملة الأسهم من غير الأعضاء. وعليه يمكن القول أن المتعاملين في البورصة يتعرضون إلى أنواع مختلفة من التصرفات اللاأخلاقية التي ينبغي مواجهتها باليات وتشريعات حاسمة، تعمل على حماية مصالح المستثمرين فيها، لاسيما الصغار منهم، إضافة إلى منع استغلال المعلومات الداخلية.

3-3-5- رؤوس الأموال كثيرة الحركة. في إطار العوامة المالية عرف المحيط المالي تطورا كبيرا، تزايدت معه حركة خصصة الشركات مضاعفة بذلك عدد الأسهم المسجلة في البورصات. كما لجأت الدول الناشئة خاصة في آسيا وأوروبا الشرقية إلى تطوير بورصاتها الخاصة وتحرير أنظمتها المالية، منفتحة بذلك على السوق العالمي. وسمحت الثورة المعلوماتية واستخدام الإعلام الآلي في التداول يربط المراكز المالية ببعضها البعض من جهة وباستمرارية التداول في البورصات من جهة أخرى. كل هذه التطورات ساهمت في تزايد حجم التدفقات المالية العابرة للحدود، حيث تضاعف حجم المعاملات المالية ب 14 مرة بين 1972 و 1995 وتزايد ب 50% خلال 1992-1995. وقدرت حجم التعاملات اليومية سنة 2000 بما يفوق 1500 مليار دولار [20، ص.18]. ولكن هذه التدفقات تسببت في العديد من فقاعات المضاربة تاركة بذلك الأسواق المالية تتخبط في أزمات مالية مدمرة، وأصبح عدم الاستقرار صفة تلازم النظام المالي الدولي منذ التخلي عن نظام بروتون وودز، واللجوء إلى تعويم أسعار الصرف، التي باتت تتقلب بتقلب الأسواق وحركات المضاربة. وجدت هذه الأخيرة فرصا واسعة وجديدة من خلال أسواق المشتقات المالية كسوق الخيارات والمبادلات وغيرها من العقود.

ونتيجة للقلق السائد بين الأوساط الاقتصادية من تأثير تحركات رؤوس الأموال على الاستقرار المالي اقترح الاقتصادي الأمريكي جيمس توبن ضريبة بنسبة متواضعة (من 0.5 إلى 1%) بهدف الحد من تحركات رؤوس الأموال، تستخدم عوائدها لمساعدة الدول الفقيرة. لكن هذا الاقتراح لاقى رفضا كبيرا من قبل الاقتصاديين الليبراليين وعلى رأسهم ميلتون فريدمان والذي يعتبر المضاربة عاملا مساعدا على تحقيق الاستقرار. إذ تسمح بإظهار أخطاء السياسات الحكومية، وهي أخطاء لا تتحمل المضاربة مسؤوليتها. لذلك فهي لا تتسبب في عدم الاستقرار ولكنها تظهره لاعبة بذلك دورا مهما في الإعلام عنه، رافضا بذلك اعتبار المضاربة سببا في اختلال الأسواق المالية.

ورغم أن ضريبة توبن تعتبر أحد الرهانات الأخلاقية للعوامة المالية إلا أن عدم تطبيقها لا يعود إلى طبيعتها الخيالية أو تقنياتها المستحيلة، كما يزعم بعض الاقتصاديين، وإنما إلى ضعف الإرادة السياسية للحكومات في ذلك.

3-3-6- المضاربة. تعتبر المضاربة دائما موضع إدانة أخلاقية وموضع جدل قائم بين الاقتصاديين، فمنهم من يعتبر أنه بدون المضاربة لن تكون المؤسسات في مأمن ضد أثر تقلبات أسعار المواد الأولية، العملات الأجنبية ومعدلات الفائدة، لأن المضاربة تسمح بالوصول إلى السعر التوازني لهذه الأصول. كما لا يعتبرونها سببا في عدم استقرار الأسواق، بل يرون أنها تكشف فقط عن حالات عدم الاستقرار. بينما يدين البعض

الأخر، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، عمليات المضاربة باعتبارها سببا في العديد من الأزمات كما أنهم يعترضون على الثروة التي يحققها المضاربون على اعتبار أنها تحقق دون بذل جهد كبير.

وعادة ما يقصد بالمضاربة تحمل خطر تغيرات الأسعار وشراء أصل مالي الآن متوقعا ارتفاع أسعاره ليتمكن من بيعه غدا محققا بذلك ربحا، فإذا قبلنا بأن المضارب هو مشتري أصل معين متوقعا ارتفاعا في ثمنه وبذلك يمكنه بيعه بربح، واعتمدنا هذا التعريف فالمضاربة هي نشاط شائع للغاية. فأي أصل مالي في حد ذاته لا يمثل عائدا مضمونا ولكن هو وعد بعائد مستقبلي، فلا يمكن لأي شخص أن يتأكد مئة بالمائة من السعر الذي يمكن أن يبيع به منتج مالي ما. حتى الأصول الأكثر ضمانا مثل السندات الحكومية بمعدل فائدة ثابت تحمل خطرا متعلقا بالسعر يتمثل في تغير معدلات التضخم خلال فترة الاستحقاق. وفقا للتعريف السابق فإن أي مدخر هو مضارب، إلا أن الجدل حول المضاربة لا يشمل مجموع السلوكيات الادخارية، لذلك يوصف عادة بالمضارب المستثمر الذي يشتري أملا في تحقيق ربح هام وسريع، أصلا يتميز سعره بالتذبذب على الخصوص، والمضارب يتصف إذن بحب المخاطرة أكثر من بقية المتدخلين في السوق. وقد كانت سنوات التسعينات حافلة بأزمات أسعار الصرف حيث لعبت المضاربة دورا لا يناقش في هذه الأزمات، خاصة في انهيار البيزو المكسيكي في 1994، والأزمة الآسيوية 1997، وحديثا الليرة التركية وعملة الأرجنتين. هذه الأحداث حولت بشكل كبير نظرة العالم للمضاربة [23، ص. 2-8]. بعد أن كانت الفكرة المسيطرة هي أن المضاربة لا تعمل إلا على الكشف عن تباعد أسعار الصرف عن قيمتها الحقيقية. واعتبرت بذلك المضاربة كإطلاق لأثر مصحح، لا مفر منه، للمبالغة في تقدير أسعار الصرف. ولكن بعد أزمة البيزو المكسيكي والأزمة الآسيوية اتضح أن المضاربة يمكن أن تتسبب في أزمات مالية من خلال شن هجمات على أسعار الصرف وأن الأسعار نتيجة للمضاربة بدل أن تتجه نحو السعر التوازني الحقيقي، تواصل التغير حسب توقعات المشترين والبائعين، وأن تحرير الأسواق المالية وحرية انتقال رؤوس الأموال لا يؤدي بالضرورة إلى استقرار أسعار الصرف عند السعر التوازني الملائم باعتبار أن التدفقات الصافية لرؤوس الأموال الأجنبية تشكل جانبي الطلب والعرض على العملات الأجنبية. أصبح إذن من الصعب ادعاء أن المضاربين ليسوا إلا كاشفين لحالات عدم الاستقرار الأساسية، بل من خلال المضاربة على ارتفاع أو انخفاض عملة يمكنهم إثارة انقلاب في توقعات عدد كبير من المتعاملين ليس فقط على أسعار الفائدة والعملات ولكن أيضا على مستقبل اقتصاد ما، متسببين بذلك في انسحاب ضخم لرؤوس الأموال في الأجل القصير، مما يؤدي إلى حدوث انهيار أسعار الأصول الوطنية لذلك البلد.

3-3-7- تسريب المعلومات. "يقصد به استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص المطلَّعين أو غير المطلَّعين ممن آلت إليهم معلومات داخلية في تحقيق مكاسب مادية أو معنوية[24]". إذ يعتبر مدير الشركة وموظفوها من أهم وأخطر الأطراف المطلعة على المعلومات الداخلية بحكم وظائفهم ومناصبهم. فبإمكانهم استغلال المعلومات غير المُعلن عنها والتي من شأنها أن تؤثر على سعر ورقة مالية معينة حال الإعلان عنها. تستطيع الأطراف الداخلية للشركة في كثير من الحالات استغلال المعلومات المحاسبية قبل نشرها في التقارير المالية لتحقيق أرباح غير عادية. هذه المعلومات لها النصيب الأكبر من اهتمام المستثمر، فهو بحاجة إليها لتحديد توجُّهاته الاستثمارية. فقد تتعاقد الأطراف الخارجية مع الأطراف الداخلية على عدم الاتِّجار في أسهم الشركة التي يديرونها، بغرض منعهم من استغلال المعلومات الخاصة، إلا أن ذلك يؤدي إلى زيادة التعارض في المصالح بين المديرين والمستثمرين، أي القضاء على منفعة امتلاك المديرين لهذه الأسهم. وبطبيعة الحال فإن الأطراف الداخلية لديها من الخبرة في مجال عملها ما يجعلها تكتسب ميزةً معلوماتية نسبية عن الأطراف الخارجية.

3-3-8- التجارة الالكترونية ودورها في انتشار عمليات الاحتيال. إن انتقال العالم إلى القرن الحادي والعشرين لا يقتصر فقط على البعد الزمني وإنما يشمل الهيكل التنظيمي للاقتصاد العالمي أيضا. لقد تضاءل أثر البعد المكاني بسبب التطور الكبير في الثورة التكنولوجية ووسائل الاتصالات والمعلومات وانعكس ذلك على تيسير التبادل بين الأسواق وتبادل الأفكار والتنسيق بين السياسات وأصبح العالم يصور على أنه قرية صغيرة في نظام لا يعرف الحدود أو القيود، وفي إطار تحرير الأسواق تجاه سوق عالمية واحدة. تمثل التجارة الالكترونية تطوير طرق التجارة التقليدية مستندة في ذلك على استخدام الثورة التكنولوجية المتوفرة من أجل زيادة الكفاءة عن طريق تقليل التكاليف، زيادة الفاعلية من خلال توسيع الأسواق وتلبية طلبات العملاء، والتجديد عن طريق تحسين طرق تقديم المنتج أو الخدمة من خلال التفاعل بين المنتج والمستهلك. وتعرفها منظمة التجارة الدولية على أنها "مجموعة متكاملة من عمليات إنتاج، ترويج، بيع وتوزيع المنتجات من خلال شبكة اتصالات (بوسائل الكترونية)[17]، ص.859-863".

أ- تسريب المعلومات عبر شبكة الإنترنت. تعتبر شبكة الإنترنت بالنسبة لمصدري الأوراق المالية وسيلة تجارية سريعة وبسيطة وجديدة تسمح لهم بالوصول إلى أكبر وأوسع جمهور ممكن. وبالتالي فمن أجل تسويق منتجاتهم المالية أو خدماتهم المعروضة أو بصفة أكثر دقة من أجل التواصل المباشر مع المساهمين وفرت شبكة الإنترنت إمكانية الحصول على كميات معتبرة من المعلومات بفضل قدرات التخزين التي تمتع بها مختلف أنظمة الإعلام الآلي. فأصبحت الإنترنت تلعب دورا كبيرا في تنظيم عملية

تبادل المعلومات بين البائع والمشتري، خاصة وأن عولة الأسواق كانت في صالح تطوير تلك الشبكة كوسيلة لجمع المعلومات الخاصة بالشركات من طرف المحللين والمسيرين ومدراء المحافظ. ويكمن خطر القيام بعمليات الاحتيال والغش التي تنفذ بواسطة شبكة الإنترنت، في أن التجارة الإلكترونية تضمن أرضية مهيأة وخصبة للأعمال غير الأخلاقية خاصة وأن تبادل المعطيات والمعلومات يمكن أن يتبع العديد من السبل ويعبر العديد من الحدود. فكل متدخل في استطاعته أن يكون وفي نفس الوقت مستهلكا ومصدرا للمعلومة، وفي مثل هذه الوضعية من غير الممكن تحديد المسؤوليات، الشيء الذي يصعب عملية المراقبة على اعتبار أن الشبكة الإلكترونية مفتوحة لجميع الزائرين والموقع الإلكتروني القانوني يمكن أن يقود أو يفتح آخر غير قانوني أو قد يعطي معلومات غير صحيحة. ومع تعدد المواقع المتصلة مع بعضها البعض بطريقة أو بأخرى من الصعب الكشف عن الأصل الحقيقي للمعلومات. كما يطرح القدر الهائل من المعلومات المتداولة في كل ثانية عبر شبكة المعلومات الإلكترونية مشكلات عديدة من حيث التخزين. أضف إلى ذلك أنه يمكن تغيير المعطيات أو حتى مسحها وإلغاؤها، دون معرفة هوية الأشخاص الذين قاموا بهذه الأفعال لأن الشبكة تضمن إخفاء الهوية.

ب- أشكال التجاوزات غير الأخلاقية في الأسواق المالية، والتي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتجارة الإلكترونية. يمكن ملاحظة أربعة أنواع من التجاوزات غير الأخلاقية هي [25، ص. 118-120]:

- تجاوزات متعلقة بالتقدم التكنولوجي: إن سهولة الدخول إلى شبكة الإنترنت تسهل عمليات التجسس والتصنت على النشاطات عبر الشبكة من أجل الحصول على معلومات عامة أو خاصة، أو من أجل تأخير التبادلات والمعاملات مع الخارج مثل تأخير وصول أوامر البورصة أو تعطيل السير الحسن للأنظمة الإلكترونية التي تعمل ضمنها عمليات البورصة المختلفة، عن طريق انتحال هوية شخص أو زبون معين.
- تجاوزات متعلقة بتقديم الخدمات لشرائح واسعة من الجمهور: فانطلاقا من سهولة التدخل عبر الإنترنت يمكن لأي شخص التأثير على الأسواق المالية من خلال خلق أسواق مالية وهمية أو موازية للأسواق المالية المنظمة، وإجراء مختلف العمليات من شراء وبيع لمصلحته الشخصية.
- تجاوزات متعلقة بانتقال المعلومات: مثل نشر معلومات خاطئة، والتحكم في أسعار الأوراق المالية من خلال تلك المعلومات، والتقليل من الاهتمام بالمعلومات المنشورة بالطرق التقليدية في الأسواق المالية والتي تعتبر مصدرا موثوقا فيه.

- تجاوزات متعلقة بانتقال الأموال: إن تسديد الصفقات عبر الإنترنت يمكن أن يؤدي إلى حدوث تجاوزات كاختلاس أموال الصناديق أو غسيل الأموال. وبالرغم من وجود قوانين وقواعد تحمي انتقال الأموال من

حساب شركة إلى حساب شركة أخرى وبين مختلف حسابات العملاء إلا أن هذا لا يمنع بعض المحتالين من القيام ببيع أو شراء أصول والحصول على مستحقات تلك الصفقات.

9-3-3- مشاكل الوكالة. الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص أو مجموعة من الأشخاص يعرف بالموكل بتكليف شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بعمل معين بدلا منه، وذلك بعد إعطائه بعض الصلاحيات في اتخاذ القرار. وعلى اعتبار أن الطرفين معظمين للمنفعة في أغلب الأحيان، فإنه من المحتمل جدا ألا يتصرف الوكيل دائما في صالح موكله، الشيء الذي يستدعي التقليل من تضارب المصالح بينهما بتحفيز الوكيل وإقامة آليات الرقابة الضرورية. وهذا ما يعرف بتكاليف الوكالة. من الأمثلة على ذلك توكيل المساهمين لشخص ما وإعطائه الصلاحيات المتعارف عليها لإدارة شركتهم واتخاذ بعض القرارات التي قد لا تكون مثلى، سواء بسبب تضارب المصالح أو بسبب عدم تماثل المعلومات، الشيء الذي يؤدي إلى مشاكل الوكالة [48، pp. 9, 10]. نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن المخاطر المعنوية والاختيار المعاكس.

4- أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة

لقد سبق وأن أشرنا إلى أن كفاءة السوق المالية تتطلب العديد من المقومات والأخلاقيات نذكر أهمها بشيء من التفصيل فيما يلي:

1-4- تحسين الإفصاح المالي والمعايير المحاسبية

يتبنى المحاسبون والمراجعون مدخلين أساسيين لتبرير الحاجة إلى مراجعة المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير والقوائم المالية، بهدف توفير الحياد والصدق وتعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية المستمدة من تلك القوائم والتقارير كأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ويتمثل هذان المدخلان في [26]:

1-1-4- مدخل تعارض المصالح. يشير هذا المدخل إلى المصالح الذاتية المُعَدِّي القوائم المالية ومستخدميها، حيث أن أهداف مستخدمي المعلومات المحاسبية تختلف عن أهداف معدّيها. هذا ما يتطلب وجود مراجع محايد يكون كفؤا حتى يؤكد عدالة تعبير القوائم المالية عن المركز المالي ونتيجة الأعمال والتغييرات التي حدثت في المركز المالي.

في هذا الصدد يشير "Chandra" إلى أن تعارض المصالح بين معدّي القوائم المالية ومستخدميها يؤدي إلى ظهور فجوة زمنية بين الاحتياجات المتغيرة للمستخدمين وردود أفعال المحاسبين لتبليتها. كما ذكر "Chow" أن السبب الرئيسي الذي يدفع الشركات إلى طلب خدمات المراجعة الخارجية هو المساعدة في رقابة المصالح

المتعارضة بين كل من الإدارة والمساهمين وحملة السندات. هذا فضلا عما تفرضه بعض المنظمات المهنية وغير المهنية من متطلبات، مثل الهيئة العامة للسوق المالية التي تطلب خدمات المراجعة الخارجية لزيادة الإفصاح عن الأمور غير المؤكدة بالقوائم المالية المنشورة للشركة. وهنا يظهر دور مراجع الحسابات في التوثيق بين تلك المصالح المتعارضة للمساهمين والإدارة والأطراف الخارجية ذات العلاقة بالشركة. يظهر التعارض في أن إدارة الشركة تسعى جاهدة إلى تعظيم هدفها ومنفعتها باستخدام سياسات محاسبية معينة تمكّنها من تحقيق فائض وتحسين مركزها المالي، بينما يرغب المساهمون في الحصول على أكبر عائد عن الأسهم التي بحوزتهم. يذكر كل من "Watts et Zimmerman" أن التعارض في المصالح داخل الشركة يتمثل في:

- التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة المتعلقة بأصحاب حقوق الملكية، كما سبق وأن ذكرنا.
- التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والسندات والإدارة الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة المتعلقة برأس المال المقرض.

ويرى "David" في دراسته أن الطلب على خدمات المراجعة ناتج عن التعارض في المصالح بين الإدارة باعتبارها الطرف الذي يعد المعلومات المحاسبية وبين المساهمين بوصفهم الطرف الذي يستخدم تلك المعلومات في تقييم نتائج أداء الشركة [26].

4-1-2- مدخل تعظيم استخدام المعلومات المحاسبية. يستخدم الاقتصاديون مقياس المنفعة للحكم على درجة إشباع رغبات الإنسان المختلفة واختيار الرغبة التي تعطيها أكبر منفعة ممكنة. وتعتبر المحاسبة بمختلف فروعها نظاما لإنتاج المعلومات ذات المنفعة النسبية لمستخدميها سواء اتفقت أو تعارضت مصالحهم. وإذا كانت الحاجة إلى وجود المراجعة قد اتضحت بسبب وجود مصالح متعارضة، فإن الحاجة إلى تطوير المراجعة واتساع مجال تطبيقها يمكن أن تجد مبررها باستخدام مدخل تعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية. ويظهر الدور الأساسي للمراجعة في إمداد وتزويد المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية الموثوق فيها ذات المنفعة، والتي تعينهم على تقدير المخاطر والفوائد المتعلقة باستثماراتهم، وذلك من خلال ما تعكسه القوائم المالية المنشورة، والتي تمت مراجعتها من معلومات صادقة حول حقيقة أرباح الشركة واستثماراتها ومصادر تمويلها. فالمستثمر عند اتخاذها للقرارات المتعلقة باستثمار أمواله يعتمد على تقارير مراجع الحسابات المتعلقة بالمركز المالي للشركات التي تتداول إصداراتها في السوق المالية، بحيث توفر فرص استثمار لأصحاب رؤوس الأموال في المجتمع. ومن ثم تعتبر المعلومات المحاسبية

الموثوق فيها عاملاً أساسياً في ترشيح قرارات الاستثمار في السوق المالية، وبذلك تؤدي المراجعة دورها في تمكين المستثمر من عقد المقارنات بين فرص الاستثمار المتعددة التابعة للشركات المختلفة. وقد أثبتت إحدى الدراسات أن الحاجة إلى تعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية تزداد في حالة تعارض المصالح لمستخدمي تلك المعلومات. إذ إن تعارض المصالح لا ينشئ الحاجة إلى المراجعة و لكنه يكشف عن أهمية تلك الحاجة، وبذلك يعتبر مدخل تعارض المصالح كاشفاً عن أهمية المراجعة، بينما يعتبر مدخل تعظيم استخدام المعلومات المحاسبية كافياً لتبرير الحاجة إلى المراجعة وهو أعم وأشمل من المدخل السابق [26].

وتتمثل المنفعة المضافة لعملية المراجعة في مساعدة مستخدم المعلومات في تقييم مدى منفعة المعلومات المحاسبية ودرجة الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات، حيث تعمل على إيجاد رقابة على منفعة المعلومات المحاسبية عن طريق الفحص الدقيق لها، وذلك باستخدام معايير تعكس احتياجات ورغبات مستخدميها. هذا إلى جانب زيادة الثقة فيما يقدمه مُعدُّو المعلومات إلى مستخدميها من معلومات ثم فحصها بواسطة شخص فني متخصص.

مما سبق يتضح أن المحتوى الإخباري لتقرير مراجع الحسابات ذو منفعة هامة للأطراف الخارجية المعتمدة عليه في اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالية. إذ من خلال هذا التقرير يمكن الوقوف عند الحالة الاقتصادية والوضع المالية للشركة. كما أنه يؤثر على أسعار الأسهم في السوق ويساعد المستثمر في اتخاذ القرار المناسب لتخصيص موارده وتوجيهها نحو الاستثمار الأفضل. وباعتبار الإدارة المسئول الأول عن تقديم البيانات المالية والحسابات المالية الختامية للمساهمين والمستثمرين، فهي ملزمة بإعداد القوائم والتقارير المالية التي تتضمن كل الأعمال التي تقوم بها الشركة، لتتم مراجعتها بعد ذلك من قبل مراجع مستقل، تدعيماً لصحة وصدق ما جاء فيها، بمعنى رفع كفاءة الإفصاح المالي.

4-2- التقليل من عدم تماثل المعلومات

يعمل الإفصاح المالي على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية وصولاً إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، كذلك زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق. هذا من شأنه أن يُخفِّض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل. ففي ظل الكفاءة التي تتمتع بها السوق، يسعى كل طرف جاهداً لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق. وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولاً من

خلاله طمأننته بصدق البيانات المفصح عنها مُدَعِّمَةً ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي. وهناك ثلاث نظريات تفسّر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح المالي، تتمثل فيما يلي [27، ص.33]:

أ- نظرية التعاقدات الكفؤة. وفقا لهذه النظرية فإن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي. فيحاول كلٌّ منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف لطرف آخر. وقد أبرزت بحوث عديدة مثل: (Benston, 1986), (Wong, 1988), (Lew & Penman, 1990)، أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

ب- نظرية السلوك الانتهازي 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 الحالية على حساب الفترات المستقبلية. ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذا الفرض نذكر: (Watts, 1977)، (Hauthausen, 1981)، (Healy, 1985). توصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة تحاول رفع أرباحها الحالية تفاديا منها مخالفة شروط المديونية، في حين أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف للسياسة الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها] .

ج. نظرية توفير المعلومات تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح المالي بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم. ونظرا لحدائثة هذه النظرية، توجد دراستان فقط اختبرت فروضها. الأولى كانت لـ "Malmquist" عام 1990، أثبت من خلالها أن شركات البترول تختار بين طريقي الجهود الناجحة والتكاليف الشاملة، وهما تعكسان نشاط الشركة في البحث والتنقيب وبالتالي تظهر القيمة الاقتصادية للشركة. أما الدراسة الثانية التي قام بها "Main & Smith" عام 1990، فقد أثبتت أن الشركات القابضة تختار بين تجميع القوائم المحاسبية وبين فصلها بناء على مدى اعتماد الشركتين القابضة والتابعة على بعضهما] .

3-4- ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة المالية

يقصد بالوسيط كل مشارك في قطاع الخدمات المالية، والذي يتاجر في المنتوجات المالية أو يقدم مشورة أو خدمات للزبائن. قد يتعلق الأمر بشخص أو شركة أو مؤسسة مالية. وهناك مجموعة من المبادئ والإجراءات يجب أن تحترم من قبل كل الوسطاء ومؤسسات القطاع المالي، وأن تطبق على كل المعاملات المالية، وتتمثل في: [28، ص.1-6]

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

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

* نزاهة المصالح التجارية: يجب على الوسيط أن يلم بالمعلومات الكافية حول الزبون وحول الصفقة، من أجل تحديد هوية الزبون وشرعية الصفقة. وعليه الامتناع عن العمل لحساب زبون ما إذا كان هناك باعث كاف للاعتقاد أن الصفقة غير شرعية. فبمجرد توفر معلومات حول عدم شرعية الصفقة على الوسيط أن ينهي العمل لحساب الزبون وفي حالات الشك عليه إحالة الصفقة إلى السلطات التنظيمية.

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

- الثقافة المالية: نتيجة للتطور السريع في السوق المالي، الوسيط مطالب بمتابعة التغيرات والتطورات في المنتجات المالية والإجراءات المالية، والعوامل الأخرى التي قد تؤثر على الخدمات المقدمة. كما أن التدريب المتواصل يعتبر جزء من متطلبات الكفاءة المهنية.

- التعريف بالمنتجات المقدمة: يجب على الوسيط أن يعرف العميل بالمنتج المقدم وكذلك الهدف الاجتماعي لمؤسسات الأوراق المالية المسموح له المتاجرة فيها. وعليه أيضا أن يوضح للزبون قيمة العمولة التي يتقاضاها وكافة المصاريف المتعلقة بالصفقة. وقبل تقديم هذه المعلومات يجب عليه التأكد من أن كل مصادر أنشطته وخدماته واضحة وليست مضللة.

- الاستقامة في الإجراءات: يجب على الوسيط عدم الاستعانة بإجراءات مضللة للعميل وتعطي الأولوية لمصالح الآخرين قبل مصلحة الزبون. كما يجب أن يتجنب كل إجراء مخالف للقوانين بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

- القدرة على تحمل الأعباء المالية: يجب أن يكون للوسيط مصادر مالية كافية من أجل تعويض الزبون الذي يتعرض لخسارة نتيجة لخطأ أو إهمال أو عمل احتيالي تسبب فيه الوسيط أو أي شخص يعمل لحسابه. لذلك فهو مطالب بالسهر على احترام كل الالتزامات المالية.

* **السرية في المعاملات:** الوسيط يجب أن يضمن سرية المعلومات الشخصية⁽⁴⁾ لزيائنه، وأن يتخذ الترتيبات الكافية من أجل ضمان عدم تسرب المعلومات الشخصية، وأن يتم استعمالها فقط وفقا للغاية التي جمعت من أجلها، وأن لا يستعملها في إلحاق الضرر بالزبون. في حين يمكنه إفشاء هذه المعلومات بدون تصريح من العميل، للتنظيمات المسؤولة عن تطبيق القوانين عندما يتطلب القانون ذلك أو يسمح به.

* **تفادي تضارب المصالح:** وذلك بتجنب الأوضاع المبنية على ظروف عرضة للشبهة أو تذبذب التوجيهات والإرشادات المقدمة. وفي حالة وجود تعارض لا يمكن تفاديه، يصبح الوسيط مطالبا باطلاع العميل بصراحة على طبيعة وتأثير التداخل في المصالح قبل إتمام الصفقة، ليأخذ العميل الإجراء المناسب وذلك إما بتوقيف الصفقة أو التماس رأي عملي آخر أو متابعة الصفقة مع إدراكه التام لكل العواقب.

* **نشر المعلومات العامة:** يجب على الوسيط ضمان وصول كل المعلومات المتعلقة بالصفقة للعميل قبل اتخاذ القرار الاستثماري. فمن حق العميل معرفة أخطار ومزايا المنتج المالي المعني. وهذه المعلومات تتعلق بجانبين أساسيين هما:

- معلومات حول المنتج: وتتعلق بخصائص المنتوجات والخدمات المقدمة وكذلك أهم الأخطار والمزايا المرتبطة بالصفقة. وذلك من خلال الوصف الواضح للمنتوج أو الخدمة، وتوضيح الطريقة التي من خلالها تجيب الصفقة على احتياجات العميل.

- معلومات حول الوسيط: وتتعلق بعلاقات العمل التي تؤثر على الصفقة، طبيعة علاقته بمؤسسة إصدار المنتج المعني، معلومات حول الحقوق المستحقة على العميل وكيفية تسديدها والمتعلقة بالصفقة كعمولة الوسيط... الخ.

* **معالجة شكاوى الزبائن:** يجب على الوسيط أن يعالج شخصا الشكاوى أو النزاعات الرسمية وشبه الرسمية، أو إخضاعها للإجراءات المناسبة في الوقت المناسب. لذلك يجب أن يكون الوسيط ملما بالإجراءات المرتبطة بمعالجة الشكاوى وإعلام الزبائن بآليات متابعتها. وعند استحالة حل الدعوى وديا يجب على الوسيط تقديم النصح للزبائن بآليات الاستعانة التي يستطيعون الاستفادة منها حسب المنتج أو نوع الدعوى.

(1) المعلومات الشخصية تشمل كل المعلومات المقدمة قصد إتمام صفقة مالية والتي يريد العميل إبقائها سرية.

4-4- التوظيفات الأخلاقية

التوظيفات الأخلاقية les أو المعروفة أيضا بالتوظيفات ذات المسؤولية الاجتماعية هي منتوجات مالية تستثمر في مؤسسات تلتزم وتحترم قيم محددة تختص بالمجالات الاجتماعية والبيئية [29]، أي أنها تستثمر في مؤسسات تهدف بالإضافة إلى ذلك إلى تحقيق مردودية مالية واقتصادية. فإثناء ممارسة نشاطها تأخذ بعين الاعتبار معايير أخرى أكثر اجتماعية. بذلك فالمستثمر الأخلاقي يرفض أن تستفيد من مدخراته مؤسسات يرتبط نشاطها بإنتاج والمتاجرة في الأسلحة الكحول، استغلال العمال، عدم احترام حقوق الإنسان، أو حتى تلويث البيئة... وغيرها من القيم الاجتماعية [30، ص.7]. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من التوظيفات الأخلاقية:

- النشاط التساهمي: بمعنى قيام المستثمرين بشراء أسهم مؤسسات معينة من أجل استعمال حق التصويت في التأثير على قرارات المؤسسة وبالتالي محاولة تغيير اتجاهات المؤسسة نحو تبني سياسة تهدف إلى احترام أخلاقيات الأعمال.
- المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية.
- الاستثمار في محافظ مالية يتم تشكيلها بناء على معايير محددة، كالاستثمار في مؤسسات لا تتاجر في الأسلحة. وقد ظهرت صناديق استثمارية تعرف بصناديق التوظيف الأخلاقي لكل منها معايير خاصة لانتقاء المؤسسات التي تستثمر فيها رؤوس أموالها، والتي سنحاول التعرض لها بالتفصيل باعتبارها أكثر أنواع التوظيفات الأخلاقية انتشارا.

أ- مفهوم صناديق التوظيف الأخلاقي. يعرف (FRI) صناديق التوظيف الأخلاقي على أنها "الصناديق الاستثمارية التي تأخذ في الحسبان اعتبارات أخلاقية، بيئية واجتماعية في شراء وتسيير وبيع الأوراق المالية، وممارسة الحقوق المرتبطة بها" [31]. يتعلق الأمر إذا بصناديق تقليدية تتشكل من حصص اجتماعية لمؤسسات تضمن بعض المردودية المالية للمدخرين، إضافة إلى متطلبات تكميلية كاحترام بعض الأسس الأخلاقية في المجال الاجتماعي والبيئي. وهي بذلك تختلف عن الصناديق التضامنية وصناديق القسمة.

فصناديق القسمة هي صناديق مشتركة للتوظيف تعمل على توظيف الأموال المجمعة في السوق المالية وذلك من خلال المتاجرة في العديد من الأسهم والسندات، ولكن تخصص جزء من المردود الذي يحققه الصندوق لفائدة المؤسسات الخيرية والمؤسسات التي تنشط في مجال حماية البيئة وحقوق الإنسان. أما الصناديق التضامنية فتخصص جزء من رأس مالها لتمويل مشاريع تضامنية لمؤسسات غير

مسجلة في البورصة، كأن تخصص على سبيل المثال 10% من رأس مال الصندوق لتمويل مشاريع تسمح بخلق مناصب عمل أو تمويل السكن الاجتماعي أو تقديم إعانات للدول المتخلفة. أما 90% المتبقية فتوجه للتوظيف في البورصة. [32-33]

خلاصة القول أن المستثمر المتضامن أو مستثمر القسمة يتخلى على جزء من رأسماله أو جزء من عائد هذا الأخير لدعم المؤسسات الإنسانية والاجتماعية وكذلك تمويل المشاريع التضامنية، في حين المستثمر الأخلاقي يستعمل طاقته الادخارية للتأثير على أخلاقيات أعمال الشركات.

ب- تطور صناديق التوظيف الأخلاقي. فكما سبقت الإشارة إلى ذلك دعا إلى تزاوج الأعمال بالأخلاق في أوائل القرن الماضي. وفي سنة 1923، قام أتباعه في الو.م.أ بإنشاء "Pionner Fund" وهو صندوق يهدف إلى توظيف أموال الكنيسة في البورصة ولكن بعيدا عن المنتوجات المالية التابعة لمؤسسات تتاجر في الأسلحة والرق [34]. وبذلك كانت الجمعيات الدينية أولى من تبنى هذه الفكرة، ولكن فيما بعد قادت هذه الحركة صناديق التقاعد في الو.م.أ والبنوك في أوروبا.

وجاءت دفعة قوية لتطور هذه الصناديق خلال حرب الفيتنام عندما قرر مجموعة من المساهمين التخلي عن أسهمهم في المؤسسات التي تنتج غاز النابالم والأسلحة كتعبير عن رفضهم للحرب. كما قام بعض المستثمرين بمقاطعة الاستثمارات في جنوب إفريقيا احتجاجا على التمييز العنصري. وبدأ الوعي ينتشر أكثر فأكثر خاصة في الأوساط الجامعية حيث أصبح الطلبة والأساتذة يهتمون أكثر بمصير مدخراتهم. ويمكن القول أن بداية سنوات السبعينات شكلت الانطلاقة الحقيقية لهذا النوع من التوظيفات، فبعد تجارب بعض البنوك الاستثمارية عمل الوسطاء الماليين على التأثير على آراء الجماهير من خلال إنشاء صناديق التوظيف الأخلاقي، والتي تطورت بشكل ملحوظ بعد انتشار مفهوم التنمية المستدامة. [34 و 35]

ومنذ بداية التسعينات من القرن الماضي عرف مفهوم التوظيف الأخلاقي تحولا جذريا، فبدل الاعتماد على معايير إقصاء سلبية كالمتاجرة بالأسلحة، الكحول... الخ، وبذلك تستبعد من التوظيف المؤسسات ذات النشاط غير الأخلاقي، أصبح الاهتمام يتركز على مدى كفاءة أداء المؤسسات ومزاياها، ومقارنتها ببعضها البعض واختيار المؤسسة التي تظهر مسؤولية حقيقية اتجاه المجتمع، ليظهر مفهوم الاستثمار المسئول أخلاقيا. هذا المفهوم الذي استخدم في البداية للتعبير عن المقاطعة وإظهار اعتراض متبني هذه الفكرة، أصبح الآن وسيلة تهدف لتحقيق التنمية المستدامة للمجتمعات، تنمية تحقق تطلعات الأجيال الحالية دون إلحاق الضرر بأهداف الأجيال المستقبلية. وبذلك تطور مفهوم صناديق التوظيف الأخلاقي ليصبح مرتكزا أساسيا في خدمة التنمية المستدامة.

ولقد عرف حجم هذه الصناديق نموا معتبرا خلال السنوات الأخيرة. فحسب American Social Investment Forum أو كما يعرف اختصارا بـ (SIF)، تطور حجم الاستثمار المسئول أخلاقيا من 40 مليار دولار سنة 1984 إلى 640 مليار دولار سنة 1995، ليبلغ 2340 مليار دولار سنة 2001، بمعدل نمو متوسط يقدر بـ 60% في السنة [36]. والجدول التالي يبين حجم استثمارات صناديق التوظيف الأخلاقي في بعض الدول الانجلوسكسونية سنة 2000 ونسبتها إلى إجمالي الاستثمارات.

جدول رقم 1: حجم الاستثمارات في صناديق التوظيف الأخلاقي سنة 2000

الوحدة: مليون دولار كندي

الدولة	حجم الاستثمارات في صناديق التوظيف الأخلاقي	نسبتها إلى إجمالي استثمارات في صناديق التقاعد %
ألمانيا	356	0.08
فرنسا	580	0.60
سويسرا	1110	0.20
السويد	1350	0.40
هولندا	1450	0.15
كندا	10500	2.50
المملكة المتحدة	106000	4.60
الولايات المتحدة	3030000	10.00

Source : Investissement Responsable, 22/12/2005, in:

www.politiquessociales.net , op. cit.

و لم يتوقف تطور هذه الصناديق عند هذا الحد، حيث لجأت بعض البورصات العالمية مثل بورصة نيويورك للأوراق المالية إلى إدراج شرط أن تكون لدى الشركات قواعد للسلوك والأخلاق التجارية مطبقة علنا ضمن لوائح وأنظمة التسجيل الخاصة بها، ابتداء من الانصياع للقانون والإفصاح المالي إلى تضارب المصالح والرشوة... وغيرها. و توجد حاليا لدى أكثر من 90 شركة من شركات الفايانانشل تايمز الـ 100 قوانين خاصة بالسلوكيات الأخلاقية. ولم تتوقف البورصات عند هذا الحد بل لجأ البعض منها، تجاوبا مع التطورات الحاصلة، إلى وضع مؤشر للتوظيفات الأخلاقية. فقد أنشأت شركة Dow Jones في 1993 مؤشر Dow Jones Sustainable Global Index (DJSGI) الذي يضم 200 شركة تم اختيارها من بين 2000

شركة مسجلة في نيويورك والتي تعتبر الأكثر تقدما من شركات القطاع الذي تنتمي إليه من وجهة النظر الأخلاقية، الاجتماعية والبيئية. ولقد تم استبعاد بعض الشركات التابعة لقطاعات معينة من العينة المشكلة للمؤشر مثل الشركات العاملة في مجال الأسلحة. كما أضيف في بريطانيا إلى المؤشر العام FTSE بعض المؤشرات وهي FTSE4GOOD أحدها خاص ببريطانيا، والآخر لأوروبا والثالث للوم. أ. والأخير دولي. [29 و 36]

ج- تصنيف صناديق التوظيف الأخلاقي. تعرضت صناديق التوظيف الأخلاقي للعديد من التحولات في وقت قصير، وهذا راجع إلى اختلاف المعايير المعتمدة في اختيار المؤسسات من صندوق لآخر. ومن أجل تمييز البعد الأخلاقي وجودة المعايير المستخدمة عملت (5) Ethibel إلى وضع تصنيف لهذه الصناديق قسمها إلى أربعة أجيال وفقا للمعايير المعتمدة من قبل كل صندوق في تحديد توجهاته الأخلاقية، وهي مقارنة تم اعتمادها على مستوى عالمي. ومن الملاحظ أن Ethibel تعتبر أن صناديق الجيل الرابع هي التي تصنف بأنها ذات جودة أخلاقية. ويضم التصنيف الأجيال التالية [31 و 37]:

* **صناديق الجيل الأول:** تميزت بأنها صناديق تقليدية استبعدت في توظيف أموالها بعض القطاعات التي اعتبرت غير أخلاقية، واعتمدت هذه الصناديق على "معايير إقصاء سلبية"، مما يعني أن مسيري هذه الصناديق استبعدوا في تشكيل المحفظة الاستثمارية شركات تقدم بعض الخدمات أو المنتجات أو الأنشطة غير الأخلاقية. وبذلك تضمن للمستثمر عدم استثمار أمواله على سبيل المثال في تجارة الأسلحة أو إنتاج الطاقة النووية، ولكن دون القيام بتحليل معمق للمؤسسات. ولقد انتشر هذا النوع من الصناديق بكثرة في الوم. أ تحت تأثير الجماعات اللوبية. ويعاب على هذا النوع من الصناديق أنه بالرغم من أنه يمكن للمستثمر من التعبير عن احتجاجه ولكنه لا يساهم في تقديم حث ايجابي للمؤسسات.

* **صناديق الجيل الثاني:** ظهرت هذه الصناديق فيما بعد مطبقة "معايير انتقاء ايجابية" تركز على قطاع أو موضوع محدد. حيث يتم توظيف أموال الصندوق في مؤسسات رائدة في مجال محدد مثلا وتتبنى سياسة اجتماعية مميزة، تبذل مجهودات معتبرة في الحفاظ على البيئة... الخ. بالنسبة لهذا النوع من الصناديق يتم إجراء دراسة تحليلية للمؤسسات ولكن من جانب محدد كأن يتعلق الأمر بمؤسسات تتبنى سياسة تنمية مستدامة.

(1) وهو مكتب استشاري بلجيكي مستقل، يختص بدراسة التوظيفات الأخلاقية وتقييم المعايير الأخلاقية للمؤسسات.

* صناديق الجيل الثالث: تعتمد هذه الصناديق في اختيار المؤسسات على مجموعة واسعة من المعايير تشمل كل جوانب ومجالات عمل المؤسسة. وهي بذلك تستثمر في مؤسسات تحاول تطبيق استراتيجيات تحقق قيمة مضافة في عدة مستويات اجتماعية بيئية واقتصادية. ولذلك فهي تجري دراسة تحليلية لمختلف هذه الجوانب، والتي تعتبرها كعناصر محددة لمدى نجاح المؤسسة.

* صناديق الجيل الرابع: تعتبر امتدادا للجيل السابق فهي تستثمر في مؤسسات تحقق تنمية مستدامة بالمفهوم الواسع للكلمة، ولكن تتميز عنها في جودة الدراسة وأساليب التقييم المتبعة. ويرتكز محور دراستها على الاتصال بالأطراف الأساسية والمتمثلة في: المساهمين، مسيري المؤسسة، العمال، النقابات، الزبائن، الممولين، السكان المحيطين بالمؤسسة، أعضاء الحركات البيئية والسلام، حقوق الإنسان، وغيرها من الأطراف. وتعتمد هذه الصناديق في اختيار المؤسسات على إجراء دراسة دقيقة ومنهجية على ثلاثة مستويات تعرف بـ 3P: [38 و 39]

- يتعلق المستوى الأول بالجانب الاجتماعي للمؤسسة والإنسان. إذ يهتم بسلوك المؤسسة اتجاه المجتمع ككل، تسييرها لمواردها البشرية، علاقة المؤسسة بالسلطات المحلية والزبائن والمساهمين ودول العالم الثالث وبرامج التمييز العنصري، المساهمة في الأعمال الاجتماعية، واحترام حقوق الإنسان.

- أما المستوى الثاني فيتعلق بالبيئة. إذ يهتم باستعمال المؤسسة لمواردها الطاقوية، درجة فعالية منتوجاتها، الأساليب التي تتبعها للحفاظ على البيئة وعلى الموارد الطبيعية إلخ..

- في حين يتعلق المستوى الثالث بالجانب المالي للمؤسسة. أي كيفية تحقيق المؤسسة لأرباحها وهل تستثمر في الأجل الطويل أو تهتم فقط بالربح في الأجل القصير وهل تخضع لآليات رقابة فعالة إلخ..

كما اتخذت إجراءات أخرى لمراقبة نظام الأجور الخاص بالمسيرين في أعقاب الانهيارات التي عرفتها

بعض الشركات مثل WorldCom, Anderson, Enron وغيرها.

د- تفعيل دور الصناديق الأخلاقية. بفضل التوظيفات الأخلاقية يمكن تحقيق الشفافية في حسابات الشركات والمؤسسات المدرجة أسهمها في البورصة والدفاع عن حقوق المساهمين والحفاظ على البيئة وكذلك حماية المستهلك من المنتوجات المضرة بالصحة. وهذا الاتجاه نابع من تنازل الدولة عن دورها التقليدي في التنظيم والضبط والمراقبة والحماية في المجال الاقتصادي والاجتماعي تماشيا مع الفلسفة الليبرالية، مما تطلب بروز حركات ردع. وحتى لا يكون مفهوم التوظيفات الأخلاقية مفهوما تسويقيا فقط تستغله بعض الجهات كشعار لتحقيق مصالحها الخاصة، فإن مسؤولية تفعيل دور التوظيفات الأخلاقية وجعلها أداة لتحقيق أهداف اجتماعية وأخلاقية تقع على عاتق العديد من الأطراف، منها [31 و40]:

* مسؤولية صناديق التوظيف الأخلاقي. باعتبارها أهم مروج لفكرة توظيف الأموال في مؤسسات تلتزم بأخلاقيات الأعمال، يقع على عاتق مسيرها دور كبير في العمل على احترام توجهات وتطلعات المستثمرين الأخلاقية، والتقييد بالمعايير التي حددها الصندوق لاختيار المؤسسات، والعمل على تحقيق الشفافية في تعاملاتها ونشر معلومات أكثر حول التوظيفات الأخلاقية، خاصة أن هناك العديد من التساؤلات تطرح حول مدى التزام هذه الصناديق بالوعود المقدمة من طرفها. وعلى العموم يجب على صناديق التوظيف الأخلاقي أن تتميز بـ[41]:

- تبني سياسة استثمارية محددة بوضوح ومعلنة لجميع المكتتبين والمتعاملين مع الصندوق.
 - تكوين فريق عملها يجب أن يتم بطريقة متوافقة مع التوجهات الأخلاقية للصندوق.
 - ممارسة حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم التي يملكها الصندوق من وجهة نظر المكتتبين والدفاع عن سياستهم الاستثمارية.
 - التمتع بالاستقلالية وألا تحصر تعاملاتها في أسهم مؤسسات محددة.
- كما يجب أن يتكفل مسيرو هذه الصناديق من جهة أخرى بالجانب التسويقي للتوظيفات الأخلاقية والاعتماد على وسائل الإعلام لتوسيع وانتشار هذه التوظيفات. وكذلك دعم الهندسة المالية في هذا المجال من أجل خلق وتطوير منتوجات وطرق تداول تتماشى مع المتطلبات الأخلاقية للمستثمرين. خاصة وأنه لا توجد لحد الآن أي نماذج رياضية أو إحصائية تسمح بقياس مدى فعالية التوظيفات الأخلاقية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية وهذا راجع في الأساس إلى عدم توفر معلومات ومعطيات حول هذه التوظيفات نتيجة تحفظ الصناديق مما يضع مصداقيتها محل تساؤل.

● **مسؤولية مؤسسات التصنيف الائتماني ومكاتب الدراسات المتخصصة.** بما أن مفهوم الأخلاق يختلف باختلاف الثقافة، المعتقدات، الزمان والمكان، فالأخلاق في المنتجات المالية لا تخرج عن نطاق هذه القاعدة. إذ يوجد خلف مصطلح التوظيفات الأخلاقية تنوع وتعدد كبيرين للمعايير المستخدمة في الحكم على المؤسسات. ومن هنا يبرز الدور المهم لمؤسسات التصنيف الائتماني المختصة في التحليل الاجتماعي للمؤسسات، في وضع معايير محددة لاختيار هذه الأخيرة، والتي قد تختلف من مجتمع لآخر ولكن على العموم يمكن تجميعها ضمن خمسة مجالات أساسية هي [31]:

- البيئة: أي تأثير نشاط المؤسسة على بيئتها، والإجراءات المتخذة من طرف المؤسسة للحد من هذا التأثير.
- علاقة المؤسسة بالزبائن والموردين: بما يضمن الالتزام بحماية المستهلك وتوفير جانب الجودة في المنتجات والخدمات المقدمة، والشرعية في التعامل مع مورديها.
- علاقة المؤسسة بالمجتمع المدني: حيث تلتزم بصفة المواطنة وتشارك في السياق الاقتصادي المحلي.
- علاقة المؤسسة بالمساهمين خاصة الصغار منهم: أي المحافظة على مصالحهم، توفير المعلومات اللازمة، ومشاركتهم في اتخاذ القرارات.
- بالإضافة إلى هذه المعايير يمكن تقييم مدى مساهمة المؤسسة في تحقيق التنمية المحلية ومدى التزامها باحترام حقوق الإنسان... الخ من المتطلبات الاجتماعية والأخلاقية.

ولا يتوقف دور مؤسسات التصنيف الائتماني على تحديد هذه المعايير فقط، بل عليها أيضا العمل على متابعة مدى احترام المؤسسات لهذه المعايير، ووضع سياسة رقابية تسمح بالمتابعة الدائمة لأعمال المؤسسة من أجل إقصاء المؤسسات المخالفة من المحيط الاستثماري الأخلاقي من جهة، والعمل على تحفيز المؤسسات الأخلاقية من جهة أخرى. وذلك من خلال تقديم شهادات كفاءة أو شهادات أخلاقية تثبت الجودة الأخلاقية لمنتج ما على غرار الشهادة المعروفة باسم Le Rating Planet والمقدمة من طرف Novethic بالاشتراك مع morning star و Vigeo والتي تقيس المسؤولية الاجتماعية لـ 480 صندوق توظيف أخلاقي في فرنسا [42]. ومن المهم جدا هنا أن تتمتع مؤسسات التصنيف الائتماني بالحيادية والاستقلالية في اتخاذ قراراتها.

● **مسؤولية المساهم.** نظرا للاختلاف الكبير بين صناديق التوظيف الأخلاقي نتيجة اختلاف طبيعة المعايير المتبعة في اختيار المؤسسات، يجب على المستثمر ألا يكتفي بوضع أمواله في صندوق ما دون أن يبحث ويتأكد من المعلومات المقدمة عن أصل وأساس أخلاقيات المنتج، وأن يكون مستيقظا ومتابعا لمدى مطابقة المعايير المستخدمة من طرف الصندوق مع متطلباته الأخلاقية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى،

- يجب على المساهم استخدام حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم التي يملكها للتأثير على قرارات المؤسسات، ويمكن الاستفادة من هذا الحق عن طريق:
- التصويت على المسائل الاجتماعية والبيئية.
 - التحاور مع المسيرين.
 - تقديم مقترحات في الجمعيات العمومية.
 - التهديد ببيع الأسهم في حالة عدم التوافق مع سياسة المؤسسة.
- فباستخدام المساهمة الفعالة يمكن إجبار المؤسسة على إجراء تغييرات في المدى الطويل في سياستها الاجتماعية والبيئية وتغيير توجهاتها الأخلاقية.
- * مسؤولية السلطات التشريعية. تكمن في وضع تشريعات تسمح بتنظيم وتأطير التوظيفات الأخلاقية، بالإضافة إلى تقديم تحفيزات لهذه التوظيفات في شكل إعفاء ضريبي لمن يستثمر وفقا لمعايير أخلاقية.
- * مسؤولية الأطراف الاجتماعية الأخرى. تتمثل تلك الأطراف في منظمات حماية المستهلك، الجمعيات الخيرية، منظمات حماية حقوق الإنسان، حماية البيئة، المنظمة الدولية للعمل (OIT)... وغيرها، والتي يمكن أن تساهم في ترقية التوظيفات الأخلاقية.

5- أخلاقيات الأعمال في السوق المالية الجزائرية

نحاول من خلال هذا الفصل الأخير أن نتعرض لبعض الممارسات والأنشطة التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بأخلاقيات الأعمال، والتي لوحظت في السوق المالية الجزائرية منذ فتحها في أواخر العشرينات الماضية.

5-1- منهجية البحث الميداني

أُخذت معلومات هذا الفصل من دراسة موسعة سابقة حول كفاءة البورصة الجزائرية، بما في ذلك جزء من الاستمارة [الاستبيان]، [49، ص. 81-101]. إذ قسمت تلك الاستمارة المكونة من 54 سؤالاً إلى 4 أبعاد هي:

- مصدر المعلومات،
- تغير أسعار الأسهم ودافع الربح،
- الإجراءات والتسهيلات [الممنوحة في بورصة الجزائر]،
- المحيط.

ولتحليل هذه الأبعاد واختبار صدق النتائج المتوصل إليها، حاولنا استعمال الأدوات الإحصائية الرياضية متى كان ذلك ضروريا. إذ استعمل اختبار كاي مربع χ^2 بكثافة، التكرارات المطلقة والنسبية، التكرارات الصاعدة المطلقة والنسبية، درجات الحرية والجداول الإحصائية.

أما أهم النماذج والرموز المستعملة فكانت:

$$\chi^2 = \sum [(O-E)^2 / E]$$

حيث:

O = observed = المشاهدات الفعلية

E = estimated = التكرارات المتوقعة

χ^2 = the chi-square = كاي مربع (ك²)

fi = relative frequency = التكرارات النسبية

df = degrees of freedom = درجات الحرية

رس = رقم السؤال في الاستمارة

2-5- التعريف بالسوق المالية الجزائرية

فتحت بورصة الجزائر للتداول في 13 سبتمبر 1999 بشركة مساهمة واحدة هي شركة الرياض المتخصصة في تحويل وتسويق الحبوب ومشتقاتها. تلتها بعد ذلك شركتان هما مجمع صيدال [المواد الصيدلانية] ومؤسسة الأوراسي [الخدمات الفندقية]. ولم تدرج أي شركة أخرى منذ 14 فيفري 2000، الشيء الذي جعل بورصة الجزائر ضيقة، صغيرة مقارنة ببقية بورصات الدول العربية وقليلة النشاط، لا سيما منذ سنة 2002. كما تجدر الإشارة إلى أنه تم تداول سند واحد في بورصة الجزائر منذ افتتاحها إلى أن وصل تاريخ استحقاقه في 3 جانفي 2003، وهو سند سوناطراك [الشركة الوطنية للمحروقات]. ومنذئذ لم يتداول أي سند آخر فيها. وتحاول السلطات العمومية جاهدة لتنشيط بورصة الجزائر بتقبيد العديد من الشركات التي تنتهي إلى قطاعات حيوية مثل الإسمنت، المنتجعات السياحية وغيرها خلال هذه السنة 2006.

3-5- أمثلة عن أخلاقيات الأعمال في السوق المالية الجزائرية وأثرها على كفاءتها

سجلت العديد من التصرفات والسلوكات غير الأخلاقية في السوق المالية الجزائرية منذ افتتاحها، سواء بإرادة ومعرفة القائمين بها أو بدون إرادتهم ومعرفتهم. ونعتقد أن السبب الرئيسي وراء ذلك يعود إلى قصر التجربة الجزائرية في هذا الميدان وتدني الثقافة المالية بصفة عامة.

3-5-1- مصادر المعلومات. تعتبر المعلومة أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد تعددت مصادر المعلومة، والتي قد تكون مشروعة كما قد تكون غير ذلك، الشيء الذي يؤثر كثيرا على تطور الأسعار في البورصة سلبا أو إيجابا. فانتشار عملية تسريب المعلومات إلى بورصة معينة قد يؤدي إلى زوال الثقة فيها وبالتالي انهيارها.

أ- التحليل حسب بعد مصدر المعلومة. يركز هذا التحليل أساسا على الأسئلة رقم: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 12، 15، 16 و 17 من الاستمارة، والملخصة في الجدول الموالي. فهي تتمحور حول المصدر الذي حصل منه المساهمون على المعلومات المستعملة في اتخاذ قرار الاستثمار المتمثل في شراء الأسهم.

تحليل نتائج الاستمارة		أ- مصدر المعلومة				المصدر	ر س
fi	(O-E)/E	(O-E) ²	O-E	E	O		
10,4	2,2188	78,03	8,833	35,167	44	أحد المسؤولين	5
5,45	4,2093	148	-12,2	35,167	23	أحد العمال	6
10,4	2,2188	78,03	8,833	35,167	44	تكهن المستثمر	7
4,03	9,3847	330	-18,2	35,167	17	إشاعات	8
2,84	15,261	536,7	-23,2	35,167	12	جريدة وطنية	9
3,79	10,446	367,4	-19,2	35,167	16	منشورات الشركة	10
15,6	27,034	950,7	30,83	35,167	66	تقرير حول الشركة	11
8,77	0,0956	3,361	1,833	35,167	37	نتائج السنوات السابقة	12
3,79	10,446	367,4	-19,2	35,167	16	الجمعية العامة	15
30,3	245,06	8618	92,83	35,167	128	التقابة	16
3,32	12,74	448	-21,2	35,167	14	المستثمر قريب من المعلومة	17
1,18	25,878	910	-30,2	35,167	5	المستثمر يحضر المعلومة	(1)17
100	364,99			422	422	المجموع	

كمثال على مدى انعكاس المعلومات الواردة في هذا الجدول في أسعار أسهم الرياض تتبعنا أثر المعلومة الواردة في السؤال رقم 9 من الاستمارة والمتعلقة بنشر الأرباح المتوقعة للشركة في جريدة الوطن بتاريخ 23 ديسمبر 1999. ولقد اتضح أن سعر السهم قد ارتفع في الحصة التي سبقت نشر المعلومة (وهي معلومة سارة)، وثبت بعد نشرها مباشرة في الحصة الموالية ثم انخفض في الحصة الموالية ثم ثبت، مما يوحي

بعدم انعكاس المعلومة في السعر تماما. أكثر من هذا، جاء التغير عكس ما كنا نتوقع وبالتالي سجلنا لأكفاءة البورصة الجزائرية في هذه الحالة.

كما اتضح من تحليل المعلومات:

- أن العمال تأثروا كثيرا بالضغوط النقابية عليهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، حيث جاءت ك² دالة عند المستوى 0.01 لصالح المعلومات المحصل عليها من النقابة بـ 30.33%. (انظر الجدول السابق).

وفعلا فإنه أثناء إجراء الاستقصاء الأولي أكد لنا العديد من العمال وحتى المسؤولين في الوحدات الإنتاجية الدور الهام الذي لعبته النقابة في دفع العمال لشراء أسهم شركتهم خوفا من انتقال ملكيتها لأطراف خارجية. ما يلاحظ هنا أن هذا الاتجاه يتماشى مع معارضتهم للتخصيص (السؤال 48 من الاستمارة). ما يهمنا في هذه النتيجة هو أن شراء الأسهم بدوافع غير اقتصادية ومالية يعتبر من الأمور السلبية ويؤدي إلى عدم كفاءة البورصة وسوء توزيع الموارد.

- عادت المرتبة الثانية لمصدر أحد المسؤولين بنسبة 10.43% حيث أخبر المستثمرين، بطريقة أو بأخرى، عن تحقيق الشركة للأرباح. يعبر هذا عن تسريب المعلومات، مما يزيد من لأكفاءة البورصة وهو عمل لأخلاقي. تساوى هذا المصدر الأخير مع "تكهن المساهمين" بتحقيق الأرباح بنسبة 10.43% أيضا. غير أن التكهن أو التوقع من الجوانب الصحية التي تزيد من كفاءة البورصة. كما وصلت نسبة مصدر الداخلين insiders المتمثلين في المستثمرين القريبين من مصدر المعلومات المحاسبية والمستثمرين الذين يحضرونها بأنفسهم، إلى 4.30%. تعتبر المتاجرة الداخلية باعتبارها سلوكا غير أخلاقي من أهم أسباب لأكفاءة الأسواق المالية حتى في الدول المتقدمة، حيث تصنف ضمن الشكل القوي.

وتعتبر هذه المظاهر المتمثلة في الحصول على المعلومات المستعملة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في بورصة الجزائر من قنوات غير القنوات القانونية المعروفة والمتمثلة في الإفصاح المالي القانوني الذي توفره الشركة المعنية من الممارسات غير الأخلاقية التي أدت إلى لأكفاءة البورصة الجزائرية.

2-3-5- سريان المعلومات. إن لتساوي المستثمرين في الحصول على المعلومات أثر حسن على زيادة الثقة في السوق المالية وبالتالي تزداد كفاءتها. وتمحورت الدراسة المتعلقة بسرعة سريان المعلومات في بورصة الجزائر حول الفترة التي تستغرقها المعلومة قبل وصولها إلى المتدخلين.

في هذا الصدد اتضح من التحليل أن ك² دالة عند المستوى 0.01 لتؤكد أن 30.22% من العمال المساهمين تصلهم المعلومات (رغم مجانيته)، بعد فترة طويلة، الشيء الذي يؤثر سلبا على كفاءة التشغيل.

بينما تصل المعلومات إلى 28 % منهم بعد فترة قصيرة وإلى حوالي 21.4 % بعد فترة متوسطة. بالإضافة إلى ذلك هناك 12.64 % من المستجوبين تصلهم المعلومات بعد صدورهما مباشرة، الشيء الذي يعتبر تفضيلا لهم على بقية المساهمين ويقلل من كفاءة التشغيل. كما أن قرابة 7.7 % منهم يعتبرون أنفسهم قريبين من مصدر المعلومة.

كل هذا من الممارسات التي تمس بأخلاقيات الأعمال في الأسواق المالية. إذ كلما ازداد الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى بعض المستثمرين دون غيرهم كلما قلت الثقة في السوق وبالتالي زادت لأكفائها.

3-3-5- إجراءات التداول. تناولنا هذا الموضوع انطلاقا من الفترة التي تستغرقها الصفقة، سواء كانت بيعا أو شراء من بورصة الجزائر، أي المدة الزمنية منذ تحرير أمر الشراء وتسليمه إلى الوسيط وحتى من إتمام العملية بالتسديد وتسلم الورقة المالية محل الصفقة. في هذا الصدد يرى قرابة 43 المساهمين بأن إجراءات التداول بصفة عامة بطيئة جدا، حيث تبين أن ك² دالة في هذا الاتجاه عند منهم أنها بطيئة. وأخيرا لم تصل نسبة من يعتقدون بأنها سريعة %المستوى 0.01. كما يرى 39.8 % يؤدي ببطء الإجراءات إلى قلة السيولة وقلة الإقبال على التعامل بالأوراق المالية. 1.5%.

وفي هذا الصدد، وبالرجوع إلى الاستمارة، فقد تباينت الأجوبة على السؤال المتعلق بمدد تنفيذ الصفقات في بورصة الجزائر تباينا شاسعا، الشيء الذي أدى بنا إلى إجراء دراسة ميدانية موازية أخرى. تمثلت تلك الدراسة في شراء 3 أسهم تابعة للشركات الثلاثة المسجلة في بورصة الجزائر بغرض معرفة المدد الفعلية التي تستغرقها مثل هذه الصفقات. أفضت الدراسة الثانية إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

الشركة	تاريخ الشراء	تاريخ الحصول على الشهادة	مدة تنفيذ الصفقة
الأوراسي	2001-07-23	2001-10-15	83 يوما
الرياض	//	2002-01-14	175 يوما
صيدال	//	2002-02-15	208 أيام

ومن الجدول السابق يتضح جليا بطء عمليات وإجراءات التداول في بورصة الجزائر⁶. إذ حاولنا تتبع العملية خطوة بخطوة ويوما بيوم مستعملين في ذلك المنهج التجريبي. ويلاحظ أن عملية الشراء قد تراوحت

- تشير العديد من منشورات بورصة الجزائر المتعلقة بالمقاصة والتسوية إلى أن مشتري الأوراق المالية يتلقى أوراقه فعليا بعد 9 أيام من عقد الصفقة. واتضح من هذه الدراسة أن الواقع بعيد كل البعد عن ذلك.

مدتها الفعلية بين 83 يوما (الأوراسي) و208 أيام (صيدال)، وهي فترة طويلة جدا تفسر -إلى حد ما- الوضعية السيئة التي وصلت إليها بورصة الجزائر في الأشهر الأخيرة [50].

بينت تلك الدراسة أيضا أن وسائل الاتصال المستعملة من قبل البنوك المكلفة بجمع أوامر الشراء والبيع من مختلف ولايات الوطن بسيطة وتقليدية إلى درجة أن بعضها يأخذ الأوامر إلى الوسطاء في الجزائر العاصمة يدويا مرة كل أسبوع أو أسبوعين. وهذه قمة البطء في التداول، الشيء الذي يؤثر سلبا على سيولة البورصة ككل. أكثر من هذا وجدنا أن بعض البنوك لا تتوفر حتى على أسعار الأسهم التي تتعامل بها والخاصة بالأسبوع الأخير، مما يصعب على المتعاملين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

يعتبر هذا المظهر، أي طول مدة تنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى عدم توفر المعلومة في الوقت المناسب، من أهم أسباب اللاكفاءة التشغيلية للبورصة الجزائرية. إذ كلما طالبت تلك المدة كلما تغيرت ظروف التعامل، وبالتالي قد يغير المستثمر رأيه في أمر شراء أو بيع سلم للبنك أو الوسيط منذ عدة أشهر. أضف إلى ذلك إلغاء سلطات البورصة الجزائرية التعامل بالسعر الأفضل والإبقاء على الأوامر المحدودة فقط، الشيء الذي قلل من هامش المناورة لدى الوسطاء بشكل كبير، وأدى إلى تدهور سيولة الأدوات المالية المتداولة.

كل هذه النقائص خاصة دور الوسطاء ومدى حرصهم على ضمان النهاية الحسنة للصفقات التي توسطوا فيها هي من أهم أخلاقيات الأعمال التي تؤثر على كفاءة البورصة.

4-3-5- عقود السيولة. هي عقود أبرمتها الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مع الوسطاء لتفادي التذبذب الواسع في أسعار أسهمها، لا سيما في اتجاه النزول، وذلك بالتدخل في السوق من أجل تنظيم العرض والطلب على تلك الأسهم. إذ قام الوسطاء خلال فترة سريان تلك العقود بشراء كميات هائلة من تلك الأسهم كلما زاد العرض عن الطلب عليها، دون علم المستثمرين العاديين.

وعلى الرغم من أن المشرع الجزائري قد أباح إبرام مثل هذه العقود لمدة سنة فقط في المواد 715 مكرر من القانون التجاري، إلا أنها لم تنشر للجمهور ليتعرف على مقدار الطلب الحقيقي على تلك الأسهم. وهنا يكمن الجانب الأخلاقي السلبي لهذه العقود، حيث أثبتت دراسة الأستاذين جبار م. وحاج صحراوي ح.، أن تلك العقود المبرمة قد أضلت المستثمرين وأدت إلى أسعار أسهم اصطناعية وأثرت كثيرا على كفاءة البورصة الجزائرية الهشة أصلا [51].

لقد اتضح أكثر أن لأخلاقيات الأعمال دورا مهما وأساسيا في سير وكفاءة الأسواق المالية، إلى حد بدأنا فيه نتصور أخلاقيات خاصة بهذه الأسواق، أي أخلاقيات الأسواق المالية. فالأموال الموظفة في هذه الأسواق هي أموال ضخمة تسيل لعاب الدول، فما بالك بالوسطاء ومدراء المحافظ وصناديق الاستثمار ومكاتب الاستشارات المالية وغيرها من الأطراف المتدخلة في تلك الأسواق. كما أن العمليات التي أصبحت تبرم في مختلف أسواق المال العالمية هي بدرجة من التعقد واللامادية *dématerialisation* بما يجعلها مستحيلة الفهم من قبل معظم المستثمرين في تلك الأسواق. إذ بقيت تلك الآليات والتقنيات الحديثة حكرا على فئة قليلة من المتخصصين، الذين ينتمون في أغلب الأحيان إلى الدول الصناعية، الشيء الذي عمق في عدم تماثل المعلومات بين المدخرين، أو أصحاب الفوائض، وبين المتدخلين المباشرين في تلك الأسواق من وسطاء، ومدراء واستشاريين. كما زادت الوضعية المتقدم للحياة المالية من الممارسات التي عادة ما تتنافى وأخلاقيات الأعمال، والتي من الصعب مراقبتها مهما جندت من وسائل، مثل البيع الصوري أو المظهري، تسريب المعلومات، المتاجرة الداخلية وتحقيق أرباح متميزة *abnormal*، بسبب القرب من المعلومة دون بقية المتدخلين، استغلال ثقة العملاء وغيرها من الممارسات والصفقات التي زادت من المخاطر المعنوية والاختيار المعاكس وتكاليف الوكالة.

عمقت ظاهرتا المضاربة والعمولة المالية من تلك الممارسات غير الأخلاقية بسبب سرعة انتقال رؤوس الأموال بين القارات، تحول الأسواق المالية العالمية إلى شبكات إلكترونية وأنظمة آلية يصعب على المستثمر العادي تصور آلياتها ووظائفها وكيفية إتمام الصفقات بواسطتها، أي اللامكانية *délocalisation* التي أصبحت تميز الأسواق المالية الحديثة. أضف إلى ذلك لامادية المنتوجات المالية والتحول إلى العمل بحسابات الأدوات المالية، مما صعب على المستثمر العادي تتبع العمليات والصفقات التي يبرمها الوسطاء لصالحه.

ازداد المشكل تعقيدا لما تعلق الأمر بكفاءة السوق المالية. فالكفاءة صعبة التحقيق حتى مع سيادة نسبية لأخلاقيات الأعمال، فما بالك بانتشار الاحتيال والمظاهر السلبية السالفة الذكر. لهذا تصبح أخلاقيات الأعمال بصفة عامة وأخلاقيات أسواق رؤوس الأموال بصفة خاصة مثل الإفصاح المالي الجيد والمعايير المحاسبية المتفق عليها عالميا، ونشر المعلومات في الوقت المناسب ولكافة المتدخلين على قدم المساواة، وتفاني الوسطاء والمدراء ومكاتب الدراسات في أداء مهامهم بنزاهة ومسئولية، والحد قدر الإمكان من تضارب

المصالح بين الأطراف المتعاقدة من أساسيات التوصل إلى أسواق كفؤة كفيلة بتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة.

في الأخير يمكن القول أن الانهيارات التي شهدتها وتشهدها الأسواق المالية العربية والخليجية بوجه خاص، خلال هذا الشهر، أي مارس 2006، تجعل هذه الأسواق في أمس الحاجة إلى ميثاق أخلاقيات الأسواق المالية، رغم عدم وضوح الرؤية لحد الآن. كما تطلب ذلك تدخل الملك عبد الله بن عبد العزيز شخصيا لتهدئة الوضع وطمأنة أكبر سوق مالية عربية، ألا وهي سوق الأسهم السعودية.

References and endnotes

[1] Fama E.T, Efficient Capital Markets, a Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, may 1970, p. 383.

[2] ناصر بن أحمد غيث، أسواق الأوراق المالية: الكفاءة و الشفافية، 25 أوت 2002، من الموقع: www.albayan.co.ae

[3] حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

[4] محفوظ جبار، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول المغرب العربي، رسالة دكتوراه، الجزء 2، سطيف، 1997.

[5] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

[6] Bertrand. J et Solnik. B, Les marchés Financiers et La gestion de Portefeuille, 2éme édition, Dunod, Paris, 1976.

[7] حنفي عبد الغفار، البورصات: أسهم و سندات- صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998.

[8] طارق الحفار وأمير صدر، توزيع الأصول، برنامج محفظة استثمارية، مارس 2005، من www.arabiya.net الموقع:

- [9] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2003.
- [10] محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، 2005.
- [11] Christian Hurson et Constantin Zopounidis, Gestion de portefeuilles et analyse multicritère, economica, Paris, 1997.
- [12] Jean Salvati, Mesure de performance et gestion de portefeuille, Encyclopédie des marchés financiers, édition Yves Simon, Tome II, 2000.
- [13] Patrice Fontaine, Gestion des portefeuilles internationaux, Encyclopédie des marchés financiers, édition Yves Simon, Tome II, 2000.
- [14] محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- [15] Pascal Grandin, Mesure de performance des fonds d'investissement: Méthodologie et résultats, Economica, 1998.
- [16] خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2003.
- [17] أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- [18] Rafik Issa Beekun, Islamic Business ethics, University of Nevada and Islamic training foundation, Novembre 1996, in: www.ethicshm.com
- [19] Paradis Fiscaux = Paradis Judiciaires, in: www.local.attac.org
- [20] Hugues Puel, Les activités Financières au défi de l'éthique, Actes de la conférence tenue le 27 avril 2000, Centre Universitaire à Luxembourg, in: www.ifs.lu
- [21] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، 1999.

[22] محمد فتحي، التعامل في البورصة: المباح و المحظور، 24 ماي 2001، من الموقع: www.islamonline.net

[23] Pier-Noel Giraud, faut-il condamner la spéculation, Juin 2002, in: www.cerna.ensmp.fr

[24] www.jsc.gov.jo، من الموقع:

[25] Alain Choinel et Gérard Rouyer, Le marché financier: structures et acteurs, édition Revue banque, Huitième édition, Paris, 2002.

[26] نهلة أبو العز، الميزانية مفتاح الشفافية: تقرير المراجع دليل المستثمر الذكي والإفصاح المحاسبي www.ik.ahram.org.eg، ضرورة، جريدة الاقتصادية، العدد 1814، مصر، 13 أكتوبر 2003، من الموقع:

[27] الدهراوي كمال الدين و سرايا محمد، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

[28] Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier, Principes et pratiques relatifs à la vente de produits et services dans le secteur financier, Mars 2003, in: www.jointforum.ca

[29] Isabelle de Laminne, Une Autre Façon d'investir : les fonds éthiques, 25/03/2002, in: www.lalibre.be

[30] Josée Grignon, Les Placements Ethiques, revue de simplement votre, group de simplicité volontaire de Québec, mars 2005, Volume 02, Numéro 01, in: www.gsvq.org

[31] Froncois Cron, Les Placements Ethiques, Janvier 2003, in: www.melchior.fr

[32] Le Pigiste, Les Placements Ethiques : action moral, in: www.colba.net

[33] ATTAC, Banques Solidaires, placement et financement Alternatifs, Décembre 2000, in: www.local.attac.org

[34] Eric Nicollier, Placements Ethiques : le capitalisme deviendrait-il moral ?, Février 2005, in: www.nicollier.blogs.com

[35] Lucia Iglesias Kuntz, Banques Ethiques : vos valeurs nous intéressent, mai 2000, in:
www.unesco.org

[36] Investissement Responsable, 22/12/2005, in: www.politiquessociales.net

[37] Anne Christine Hubbard, Fonds Ethiques, in: www.fidh.org

[38] Ethibel, Quatrième génération sur les marché du placement durable, 2003, in:
www.ethibel.org

[39] Placements Ethiques, Mai 2002, in: www.les.investisseurs.net

[40] Ethique : A chaque produit son éthique, in: www.reseau-alterfinance.org

[41] Cyril Démaria, Développement Durable et Finance, revue de développement durable et
territoires, 2004, in: www.developpementdurable.revues.org

[42] Emmanuelle Vibert, Finances Solidaires : placer votre argent selon vos valeurs, le
magazine de l'éco citoyen, in: www.ekwo.org

[43] مريمت عديلة، محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية: حالة تونس، رسالة ماجستير، تحت
إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2004 / 2003.

[44] عمر عبده سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، تحت
إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2004 / 2003.

[45] Shleifer, Andrei, Does Competition Destroy Ethical Behavior ?, Harvard University, 2004,
unpublished Study.

[46] Saidi, Nasser, Corporate Governance & Business Ethics in Lebanon, 2004, taken from he
Internet.

[47] Hugon, Philippe, L'Economie Ethique Publique Biens Publics Mondiaux et Patrimoines
Communs UNESCO, taken from he Internet.

[48] Vailhen, C.A., Finance, Vuibert, 1981.

[49] جبار، محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية ما بين 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 3، 2004، ص. 81-101.

[50] جبار، محفوظ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية"، المجلد 10، رقم 1، 2007.

[51] جبار، محفوظ، و حاج صحراوي، حمودي، محاولة قياس أثر عقود السيولة على أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية"، المجلد 8، رقم 2، 2005.