

مراقبة الأداء المالي لشركات المساهمة من خلال تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية وأثر ذلك على كفاءة الأسواق المالية

الأستاذ الدكتور مغاري عبد الرحمان
الأستاذة فكير سامية

ملخص باللغة العربية

إن الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة ينعكس بشكل جيد على مراقبة الأداء المالي لها من خلال تفعيل الرقابة على الأنظمة المالية والمحاسبية بشكل يمكن من خلاله زيادة الثقة في مخرجاتها والمتمثلة في القوائم المالية. حيث يتطلب إطار حوكمة الشركات أن تعمل هذه الأخيرة على تصميم وتشغيل نظام فعال للرقابة يمكنها من مراقبة النظام المحاسبي والمالي والسيطرة عليه بما يضمن متطلبات الشفافية والإفصاح والدقة في المعلومات الواردة في القوائم المالية وانسياب هذه المعلومات لكافة الأطراف في الوقت المناسب وبشكل متساو بما يؤدي إلى تحقيق العدالة في الأسواق وترشيد أحكام المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، وبالتالي رفع كفاءة الأسواق المالية.

ملخص باللغة الفرنسية

L'obligation d'appliquer les règles de gouvernance aux systèmes financiers et comptables dans les sociétés par actions se répercute positivement sur le contrôle de leurs performances financières et ceci par l'activation du contrôle des systèmes financiers et comptables de façon à accroître la confiance dans leurs outputs, à savoir les états financiers. La gouvernance de l'entreprise exige que celle-ci conçoit et emploie un système efficace de contrôle qui lui permet de contrôler le système comptable et financier et d'assurer ainsi la réalisation des exigences de la transparence et de la publication des informations comptables et de l'exactitude de l'information contenue dans les états financiers et les flux d'informations à toutes les parties en temps opportun et de façon uniforme, afin de parvenir à la justice sur les marchés et de rationaliser les dispositions des investisseurs dans leur processus décisionnel et ainsi d'augmenter l'efficacité des marchés financiers.

تمهيد

إن الأزمات المالية التي عرفتها مختلف الشركات وفي مختلف الاقتصاديات أدت إلى ضرورة تفعيل مفهوم السيطرة والرقابة على الأداء المالي لمختلف الشركات من خلال تطبيق ما يسمى بقواعد حوكمة الشركات، والتي تدور حول إحداث آليات الرقابة على أنظمة هذه الشركات وخاصة على الأنظمة المالية والمحاسبية للحد من التجاوزات المالية التي تمارسها الإدارة ومن الغموض والتضليل في المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، كما ساهمت عوامة وتحرير الأسواق المالية في ممارسة الضغوط على الشركات من أجل تحسين جودة ومصداقية المعلومات التي تنشرها في قوائمها المالية بالشكل الذي يسمح بأن تكون مساعدة على اتخاذ القرار السليم، الأمر الذي جعل الحوكمة تركز على ضرورة الإفصاح المحاسبي عن كافة المعلومات والتطورات المالية التي يجب توفيرها للمستثمرين في الأسواق المالية. وعلى هذا الأساس تمت صياغة إشكالية هذه الدراسة كما يلي:

ما هو دور تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة على مراقبة الأداء المالي لها وانعكاسات ذلك على كفاءة الأسواق المالية؟

وللإجابة على الإشكالية المطروحة، سيتم تناول هذه الدراسة من خلال المحاور التالية:

المحور الأول: أدوات تقييم الأداء المالي لشركات المساهمة وقواعد تطبيق الحوكمة فيها

1- أدوات تقييم الأداء المالي لشركات المساهمة.

2- ماهية ومتطلبات تطبيق قواعد الحوكمة في شركات المساهمة.

المحور الثاني: أثر تطبيق قواعد الحوكمة على مراقبة الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة

1- مراقبة الأنظمة المالية والمحاسبية من خلال تطبيق قواعد الحوكمة.

2- أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية.

المحور الثالث: انعكاسات تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة على كفاءة الأسواق المالية

1- ماهية ومقومات السوق المالية الكفاء.

2- أهمية تطبيق الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

المحور الأول: أدوات تقييم الأداء المالي لشركات المساهمة وقواعد تطبيق الحوكمة فيها

تلعب شركات المساهمة دورا مهما في تعزيز أداء الاقتصاد الوطني وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة وتوسعات المشروعات القائمة، كما تعتبر الشكل الأنسب من بين مختلف الأشكال القانونية لشركات الأموال من حيث توفير الفرص لمختلف المستثمرين خاصة صغار المدخرين منهم. ولذا سيتناول هذا المحور كلاً من أدوات تقييم الأداء المالي للشركات المساهمة، إضافة إلى قواعد تطبيق الحوكمة فيها.

1. أدوات تقييم الأداء المالي لشركات المساهمة

ومن بين أهم الأدوات المعتمدة في تقييم الأداء المالي للشركات المساهمة ما يلي:

1.1 القيمة السوقية للسهم: تمثل القيمة السوقية للسهم سعر التداول لسهم الشركة في نهاية السنة، وهي القيمة التي يتعامل بها في السوق المالية، كما تعد من المؤشرات الأساسية كونها تعكس وضع الشركة وحجمها من خلال حجم التداول فيها وسعر إعلان أسهمها، فارتفاع القيمة السوقية للسهم يكون مؤشرا إيجابيا لنجاح الشركة، واتجاه المستثمرين لأسهمها لثقتهم باسمها من خلال أدائها المالي.¹ وتعتمد هذه القيمة على عدة عوامل لها قدرة التأثير في ارتفاع وانخفاض هذه القيمة، ومن بين هذه الأخيرة حجم الموجودات، سياسة الاستثمار والعائد إلى حقوق المساهمين... الخ.²

2.1 عائد السهم أو ربحية السهم: ويقاس كمية الأرباح التي يحصلها كل سهم من أسهم الشركة في نهاية الفترة المالية، ويعتبر عائد السهم الواحد أكثر مؤشرات الأداء استعمالا لقياس كفاءة الأداء المالي للشركات، فهو يلعب دورا مهما في التحليل الاستثماري، كما يعتبر ضروريا للتنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها ومعدلات النمو المتوقع تحقيقها، بالإضافة إلى معرفة القيمة المستقبلية للسهم³. ويتم حساب عائد السهم عادة وفق طبيعة رأس المال المستثمر في الشركة، فإذا كان هيكل رأس المال المستثمر بسيطا أي خاليا من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية يتم احتسابه بالمعادلة الموالية ويسمى بعائد السهم الأساسي (EPS).⁴

EPS = صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة / المتوسط المرجح للأسهم العادية

أما إذا ما كان هيكل رأس المال مركبا كاحتوائه على أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فيتم احتساب ما يسمى بعائد السهم المخفض كما يلي:

EPS = صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة / المتوسط المرجح للأسهم العادية + الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل.

3.1 العائد إلى حقوق المساهمين أو العائد على حق الملكية: وتقيس هذه النسبة العائد المالي المحقق على استثمارات المساهمين، ولهذا فإنها تعد مؤشرا على المدى الذي توصلت فيه الإدارة استخدام هذه الاستثمارات بشكل مربح، كما تبين قدرة الشركة على جذب الاستثمارات كون العائد على الاستثمار محدد أساسيا لقرارات المستثمرين⁵، ويحظى باهتمام حملة الأسهم باعتباره المكافأة التي يتأملها المالك جراء استثمار أمواله. ويتم حسابه بقسمة الدخل الصافي على حقوق الملكية (المساهمين).⁶

4.1 العائد إلى المبيعات:⁷ وتقيس هذه النسبة العلاقة بين صافي الربح والمبيعات، كما تعكس كفاءة الإدارة في استغلال موارد الشركة في تحقيق الأرباح من المبيعات. فإذا كانت النسبة منخفضة فذلك يدل على عدم قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، ومن ثم يقلّ العائد المتوقع على حملة الأسهم، كما يدل أيضا على عدم مقدرة الشركة على مواجهة الصعوبات المالية، ويحسب هذا العائد كما يلي:

العائد على المبيعات = صافي الربح بعد الضريبة / المبيعات

5.1 العائد على إجمالي الأصول:⁸ وتقيس هذه النسبة مقدار العائد الذي تحققه الشركة عند استخدامها مبلغا معينا من المال خلال فترة محددة، وهي بذلك تقيس القوة الإيرادية للأصول. والهدف منها معرفة ما إذا كانت الشركة استردت الأموال التي استخدمتها عند ممارستها النشاط خلال نفس الفترة. ويحسب هذا العائد كما يلي:

العائد على الأصول = صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي الأصول

2. ماهية ومتطلبات تطبيق قواعد الحوكمة في شركات المساهمة

حوكمة الشركات مصطلح حديث نسبيا في الأدبيات الاقتصادية والمالية، إلا أن مضمونه يرجع إلى القرن 19، حيث تناولت الكتابات المتعلقة باقتصاديات المشروع حقوق المساهمين والقواعد والتنظيمات القانونية والمحاسبية والمالية التي تحكم إدارة الشركة في أداء أعمالها. وسيتم تناول حوكمة شركات المساهمة في هذا البحث من خلال النقاط التالية:

1.1 مفهوم وأهمية حوكمة الشركات: ويعنى بحوكمة الشركات مجموعة القوانين والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف

المرتبطة بالشركة (حملة السندات، الموردين، العمال، الدائنين...الخ) من ناحية أخرى بما يحافظ على حقوق كل من هذه الأطراف.⁹

تتنامي أهمية اتباع القواعد السليمة لحوكمة شركات المساهمة فيما يلي:¹⁰

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزي أقلية الأسهم منهم.
- تعظيم القوة السوقية للشركات وتدعيم تنافسيتها في الأسواق المالية.
- توفير مصادر تمويل داخلية أو عالمية سواء من خلال القطاع المصرفي أو الأسواق المالية.
- تجنب المشاكل المحاسبية والمالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد وتجنب انهيار القطاع المصرفي والأسواق المالية.

2.2 أدوات حوكمة شركات المساهمة: وتتمثل أدوات حوكمة شركات المساهمة فيما يلي:

1.2.2 مجلس الإدارة: ويقوم مجلس الإدارة في ظل مفهوم حوكمة الشركات بمساءلة المديرين ومحاسبتهم عن أدائهم لتحقيق أهداف ومصالح الشركة، مما يوجب ضرورة تعيين أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة قادرين على رقابة المديرين وأعمالهم في الشركة. وبالتالي يمكن القول إن تعزيز المهمة الرقابية لمجلس الإدارة واستقلالية أعضائه وإشرافه الفعال على المديرين التنفيذيين بالشركة يعتبر من أهم الأدوات التي تساعد على التطبيق السليم لمفهوم وقواعد حوكمة الشركات.

كما تلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في تفعيل دور مجلس الإدارة خاصة فيما يتعلق بمسؤولياته المالية ومناقشته للتقارير والقوائم المالية قبل اعتمادها، مما يزيد من مصداقيتها وذلك من خلال ما يلي:¹¹

- مراعاة والتزام مجلس الإدارة بالقوانين والتشريعات وضمن سلامة المعاملات المحاسبية والقوائم المالية وما تتضمنه من بيانات ومعلومات مع حسن الرقابة عليها وإدارة المخاطر.
- توفير الدعم والحماية لكل من لجنة المراجعة وإدارة المراجعة الداخلية والمراجع الخارجي وتسهيل الاتصال مع هذه الجهات.

• العمل على إيجاد تمثيل مناسب في مجلس الإدارة للأعضاء المستقلين وغير المرتبطين بأي مصلحة أو منفعة مالية مع الشركة وإعطائهم الصلاحيات اللازمة لمراقبة أداء الشركة المالي والإداري والأخلاقي.

• الفصل بين وظيفتي كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي في شركات المساهمة.

2.2.2. لجان المراجعة: وتعتبر لجان المراجعة من أهم أدوات الرقابة في شركات المساهمة، وهي بذلك تعتبر أحد أهم الآليات التي يمكن خلالها التأكد من مفهوم حوكمة الشركات، ويتمثل دورها باختصار في:

• تنفيذ اقتراحات المراجع الخارجي بمهنية وكفاءة عالية مما يضيف مزيداً من الشفافية والمصدقية على القوائم المالية.¹²

• ضرورة تحسين الاتصال بين مجلس الإدارة وإدارة المراجعة الداخلية في الشركة بما يسمح بدعم استقلالية وموضوعية هذه الوظيفة، وهو الأمر الذي يسهل على مجلس الإدارة الاطلاع على كافة المشاكل التي تتعرض لها المراجعة الداخلية في الشركة.¹³

• إعداد تقرير تلخيصي للشركة حول الاجتماعات السنوية لأعضاء مجلس الإدارة يتضمن ما تم التوصل إليه من مناقشة وضعية المراجعة الداخلية ومراقبة الأداء المالي والإداري.¹⁴

• الإشراف على تعيين مراجع خارجي يتمتع بالاستقلالية والموضوعية.¹⁵

• دراسة واستعراض القوائم المالية قبل اعتمادها ونشرها مع التأكد من أنها لا تتضمن أي عبارات أو بيانات أو مبالغ غير صحيحة، كما يتأكد من عدم حذف أي عبارات أو بيانات أو مبالغ ذات أهمية نسبية منها ينتج عن حذفها تضليل في القوائم المالية، مع ضرورة دراسة ومراجعة السياسات المحاسبية التي تتبناها الشركة وملاحظة أي تغييرات تطرأ عليها عند إعداد القوائم المالية.¹⁶

• الإشراف على عملية التقصي ذات العلاقة بالغش أو الأخطاء أو التحريف في البيانات المالية¹⁷، فوظيفة لجان المراجعة بالنسبة لإعداد القوائم المالية ما هي إلا وظيفة رقابية وإشرافية فقط، ولا تدخل في مهام لجان المراجعة، إذ إن تلك الوظيفة هي من مسؤولية الإدارة المالية وإدارة المراجعة الداخلية والمراجعين الخارجيين.

3.2. متطلبات تطبيق الحوكمة في شركات المساهمة: وتتمثل هذه المتطلبات في مجموعة

من المحددات، منها الخارجية ومنها الداخلية كما يلي:¹⁸

1.3.2. المحددات الخارجية: وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ

القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة. وتتمثل هذه المحددات فيما يلي:

- المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يتمثل في القوانين واللوائح المنظمة للعمل في الأسواق. مثل قوانين الشركات، قوانين العمل، قوانين الاستثمار، قوانين المنافسة ومنع الاحتكار.

- كفاءة القطاع المالي (البنوك والأسواق المالية) في توفير التمويل اللازم للشركات من خلال وجود نظام مالي جيد يشجع الشركات على التوسع والمنافسة.
- كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية مثل هيئات الأسواق المالية، وكذا وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي في حالة عدم الالتزام، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات الذاتية التنظيم التي تضمن عمل السوق بكفاءة مثل جمعية المحاسبين، نقابة المحامين... إلخ.

2.3.2. المحددات الداخلية: وتتمثل في القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات

وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها وتطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف.

4. المبادئ الدولية الخاصة بالقواعد المنظمة لحوكمة شركات المساهمة

وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD عام 1999 خمس مجموعات من المبادئ المنظمة لقواعد حوكمة الشركات، تتمثل هذه المبادئ فيما يلي: ¹⁹.

- حقوق المساهمين: وتشمل حق نقل ملكية الأسهم، التصويت في الجمعية العامة، اختيار مجلس الإدارة، الحصول على عائد في الأرباح، ... إلخ.
- المعاملة العادلة للمساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل الشركة وكذلك حقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية وحقهم في الإطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة... إلخ.
- دور الأطراف ذات المصلحة المرتبطة بالشركة: وتشمل اقتراح حقوقهم القانونية والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق.
- الإفصاح والشفافية، أن يتم الإفصاح عن كل المعاملات الهامة وبطريقة عادلة للمساهمين وأصحاب المصالح وفي الوقت المناسب.
- مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

وأضيف لهذه المجموعات الخمس عام 2004 مجموعة جديدة حول الإطار القانوني للحوكمة، أي توافر إطار قانوني لحوكمة الشركات،²⁰ وبذلك تصبح ستّ مجموعات، كل مجموعة تضم عدة مبادئ منظمة لقواعد حوكمة الشركات.

المحور الثاني: أثر تطبيق قواعد الحوكمة على مراقبة الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة

سيتم من خلال هذا المحور محاولة إبراز أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الأنظمة المالية والمحاسبية وعلاقة هذه القواعد بتعزيز جودة الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية.

1. مراقبة الأنظمة المالية والمحاسبية من خلال تطبيق قواعد الحوكمة

أكدت مبادئ حوكمة الشركات على مجموعة من الإرشادات التي من شأنها تصميم وتشغيل نظام فعال للمراقبة على الأنظمة المالية والمحاسبية يضمن تلبية متطلبات الإفصاح والشفافية والدقة في المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات، وذلك على النحو الموالي:²¹

- التأكيد من فعالية السياسات والإجراءات الخاصة بأمن موارد تكنولوجيا المعلومات مثل الأجهزة والبرامج الجاهزة والبيانات الإلكترونية.
- التأكيد من أن السياسات والإجراءات تمنع بإمكانية وجود معاملات صورية أو إدخال بيانات خاطئة في النظام المعلوماتي المحاسبي.
- قيام لجنة المراجعة بمناقشة الإدارة والمراجعين الداخليين والخارجيين والمستشارين بما يتعلق بمدى قدرة الأنظمة المحاسبية والمالية على إنتاج وتوفير معلومات دقيقة، وبما يتفق مع سياسات الإفصاح والمتطلبات التي تفرضها اللوائح والقوانين المفروضة من قبل الدولة أو من قبل بورصة الأوراق المالية في ضوء المبادئ والمعايير المحاسبية المتبعة.
- قيام لجنة المراجعة بمناقشة الإدارة والمراجعين الداخليين والخارجيين بمدى فاعلية الرقابة التي تطبقها الشركة على أنظمتها المالية والمحاسبية لتقييد أي إمكانية للتزوير في القوائم والتقارير المالية، مع ضمان وجود رقابة محكمة على المجالات تتاح فيها مرونة للحكم المهني أثناء عمليات التجميع والتبويب والتلخيص التي تجرى على البيانات.

- توظيف أشخاص ذوي خبرة علمية وعملية ومعرفة كبيرة بالمبادئ والمعايير المحاسبية ولديهم القدرة على التعامل مع الأنظمة المحاسبية بكفاءة عالية وبما يضمن صحة العمليات التشغيلية التي تجرى على البيانات المالية في النظام المعلوماتي المحاسبي.
- قيام المدققين الداخليين بفحص الأنظمة المالية والمحاسبية، وذلك بتحديد ما إذا كانت السجلات والتقارير المالية والتشغيلية تحتوي على معلومات صحيحة ودقيقة، مع التأكد من كفاية الوسائل المستخدمة لقياس وتبويب هذه البيانات.
- كما أن الأبعاد التنظيمية لحوكمة الشركات تغطي ثلاث مراحل من العمل المحاسبي:²²

- مرحلة الرقابة على العمل المحاسبي، وتشمل نوعين من الرقابة إحداهما قبلية والأخرى بعدية.
- مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي، بداية من الالتزام بتنفيذ المعايير المحاسبية وتقييم ومتابعة وإدارة الأرباح، وانتهاء بالإفصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية.
- مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية وتشمل أدوار كل من لجان المراجعة والمراجعة الخارجية وما تحققة من إضفاء للثقة والمصادقية في المعلومات المحاسبية المفصح عنها.

2. أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية

إن مبادئ حوكمة الشركات التي أصدرتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ترى أن إطار حوكمة الشركات يجب أن يتضمن الإفصاح والشفافية بما يسمح بتعزيز مصداقية وجودة القوائم المالية للشركة، ولهذا سيتم تناول أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية.

1.2 مفهوم الإفصاح المحاسبي وأنواعه: يعرف الإفصاح المحاسبي على أنه عرض

المعلومات المالية للمستثمرين والمساهمين والدائنين وغيرهم. بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل، ومقدرتها على سداد التزاماتها.

كما أنه إجراء يتم من خلاله اتصال الشركة بالعالم الخارجي، وأن المحصلة النهائية للإفصاح إنما تتمثل في القوائم المالية والبيانات والمعلومات التي تظهر من خلالها.²³

يهدف الإفصاح المحاسبي إلى أن تتضمن القوائم المالية للشركة كافة المعلومات الرئيسية التي تهم الفئات الخارجية عن الشركة، والتي تساعد على اتخاذ قراراتها

الاقتصادية تجاه الشركة بصورة واقعية وحقيقية، وأن تتعهد الشركة بتقديم تلك المعلومات بصفة دورية.

وتتحدد أنواع الإفصاح المحاسبي وفقا لما يلي: ²⁴

1.1.1 من حيث أغراضه: يقسم الإفصاح المحاسبي وفقا لهذا الغرض إلى نوعين هما:

- **الإفصاح الحمائي:** ويقصد به توفير الحد الأدنى من المعلومات التي يجب عرضها بقصد حماية المستثمرين العاديين غير الخبراء.
- **الإفصاح التثقيفي أو الإعلامي:** ويقصد به توفير كامل المعلومات اللازمة للتحليل الاستثماري.

ولقد زاد الاهتمام بالنوع الثاني مؤخرا، وذلك بسبب تعاظم دور أسواق الأوراق المالية بسبب زيادة أهمية عرض كل البيانات المالية المعدلة بالمستوى العام للأسعار، وكذلك التنبؤ بالأرباح والقوائم المرحلية.

2.1.2 من حيث الإلزامية: يقسم الإفصاح المحاسبي وفقا لهذا الغرض إلى نوعين هما:

- **الإفصاح الرسمي أو الإلزامي:** ويقصد به ضرورة وجود هيئة تصدر الأسس التي تحكم وتنظم عملية إعداد القوائم المالية، وتحدد نوعية وكمية البيانات التي تتضمنها هذه القوائم، ويمثل بالمعلومات التي تلزم الشركات بعرضها بموجب المعايير المحاسبية وقانون الشركات، وقانون الأوراق المالية، أو بموجب تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة البورصة.
- **الإفصاح الاختياري أو الإضافي:** ويمثل المعلومات التي تبادر الشركات إلى نشرها طوعا وبدون إلزام، وذلك، سعيا منها لتحسين نوعية الإفصاح، فالإفصاح الإضافي ليس فقط مفيدا لمستخدمي المعلومات المحاسبية، بل للشركة نفسها أيضا لأنه يحسّن من صورتها لدى الغير خاصة في سوق الأوراق المالية، مما ينعكس بصورة إيجابية على سعر أسهمها فيه، فالمستثمرون سوف يقومون بتوجيه مدخراتهم نحو الشركات الناجحة والتي توفر لهم معلومات دقيقة وموثوقة.

3.1.2 من حيث كمية المعلومات: يقسم الإفصاح المحاسبي وفقا لهذا الغرض إلى نوعين

هما: ²⁵

• **الإفصاح الكامل:** يتطلب مبدأ الإفصاح الكامل أن تتضمن القوائم المالية أي معلومات اقتصادية جوهرية هامة تتعلق بالمؤسسة، وتؤثر على القرارات التي يتخذها القارئ الواعي لتلك القوائم. وهذا ما يتطلب إظهار جميع المعلومات التي يتوقع أن تقيد المستخدم سواء في صلب القوائم المالية أو في ملاحظات أو جداول أو قوائم إضافية يتضمنها ملحق وحيد لتلك القوائم المالية. والجدير بالذكر أن الإفصاح الكامل موضوع اهتمامه مرتبط زمنياً بتحليل نتائج الماضي وفهم واستيعاب الحاضر والتنبؤ بالمستقبل.

• **الإفصاح الكاف:** يتضمن الحد الأدنى من المعلومات الواجب توفرها في القوائم المالية، إذ إن الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق، حيث يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى، أو الخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

2.2. المقومات الأساسية للإفصاح المحاسبي: يتوجب على شركات المساهمة أخذ الأمور المالية بعين الاعتبار عند القيام بعملية الإفصاح المحاسبي لكي يكون مفيداً للمستخدمين في اتخاذ قراراتهم، وتتمثل هذه الأمور فيما يلي:²⁶

• **تحديد المستخدم للمعلومة المحاسبية:** الأمر الذي يساعد على تحديد الخواص الواجب توفرها في المعلومات سواء من حيث الشكل أو المضمون بالنسبة لهذا المستخدم.

• **تحديد أغراض استخدام المعلومات المحاسبية:** يجب ربط الغرض الذي تستخدم فيه المعلومات المحاسبية بعنصر أساسي هو الملاءمة، حيث إن المعلومة التي تكون ملائمة لمستخدم قد لا تكون كذلك بالنسبة لمستخدم أو غرض آخر.

• **تحديد طبيعة ونوع المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:** تتمثل المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية التقليدية (الميزانية، جدول حساب النتائج، جدول التدفقات النقدية، جدول تغيرات رؤوس الأموال)، بالإضافة إلى معلومات أساسية تعرض في الملاحق المرفقة للقوائم المالية والتي يتم إعدادها وفقاً لمجموعة من المبادئ والمفاهيم التي تشكل قيدا على الإفصاح المحاسبي، كمبدأ التكلفة التاريخية، ومفهوم الأهمية النسبية. ومن هنا يتوجب التركيز على نوعية المعلومات المفصوح عنها وتحسينها بدلا من التركيز على جانب الكم.

• **تحديد أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:** يتطلب الإفصاح المناسب عرض المعلومات في القوائم المالية وفق طرق يسهل فهمها، إضافة إلى ترتيب وتنظيم المعلومات فيها بصورة منطقية والتركيز على الأمور الجوهرية.

- **توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:** يتطلب الإفصاح المناسب إيصال المعلومات المحاسبية إلى مستخدميها قبل أن تفقد إحداث فرق في اتخاذ القرار.

3.2 مدى تأثير قواعد حوكمة شركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية

يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض البيانات والمعلومات المالية أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها قواعد حوكمة الشركات، فقوة حوكمة الشركات تتطلب إيجاد الأنظمة والقوانين ومتطلبات نظام الشركات والمعايير المهنية الصادرة من جهة وبين مجلس إدارة الشركات ولجان المراجعة من جهة أخرى، إضافة إلى وجوب تصميم إفصاح محاسبي بما يضمن تحسين نوعية القوائم المالية المعروضة باستخدام معايير المحاسبة الدولية وكذلك متطلبات عملية بخصوص موضوعات معينة مثل اختيار السياسات المحاسبية عندما لا يكون هناك معيار ثابت.

فالإفصاح المحاسبي يعد مطلباً أساسياً أفرزته ضروريات الحوكمة لأن تحقيق الهدف الأساسي من أنظمة حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين وكذلك الأطراف الأخرى، وكل شركة ملزمة قانونياً بإعطاء معلومات ضرورية صادقة وكافية لكل المتعاملين، وعلى العكس من ذلك فإن إخفاء المعلومات يعد إجهاضاً لمتطلبات الحوكمة.

كما أن التطبيق السليم لحوكمة شركات المساهمة يشكل المدخل الفعال لتحقيق جودة القوائم المالية، إذ توجد علاقة وطيدة بين تطبيق قواعد الحوكمة والمعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية للشركات، فالأثر المباشر من تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لهذه المعلومات باعتبار أن المعلومات التي تنتجها القوائم المالية هي من أهم الركائز التي يمكن الاعتماد عليها لقياس الأداء المالي لشركات المساهمة وكذا حجم المخاطر المالية التي قد تتعرض لها، فتأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على درجة ومستوى الإفصاح المحاسبي يؤكد أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وحوكمة الشركات وجهان لعملة واحدة، كما أظهرت العديد من الدراسات أن الإفصاح المحاسبي وجودة المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية هو أداة قوية للتأكد من سلوك الشركات وحماية حقوق المستثمرين كما أن وجود نظام جيد لحوكمة شركات المساهمة يوفر إطاراً حامياً ومانعاً للظهور للحد من محاولات التضليل للمعلومات الواردة في القوائم المالية، خاصة إمكانية التواطؤ مع المراجعين الخارجيين. فالحوكمة تعمل على تحسين

الصورة الذهنية للشركات وكذلك مصداقيتها وتدعو إلى إدخال الاعتبارات الأخلاقية وتحسين درجة الوضوح والشفافية.²⁷

المحور الثالث: انعكاسات تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة على كفاءة الأسواق المالية

تعدّ حوكمة الشركات أحد الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار في الأسواق المالية ورفع كفاءتها من خلال توافر كافة الأدوات اللازمة للمستثمرين وفي الوقت المناسب، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المحور.

1. ماهية ومقومات السوق المالية الكفاء

سيتم فيما يلي التعرف على السوق المالية الكفاء من حيث تعاريفها، مستوياتها ومقوماتها.

1.1. ماهية ومستويات السوق الكفاء: تعرّف السوق المالية الكفاء على أنها²⁸ السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة. حيث إن المعلومات التي تأتي إلى السوق وفي أي وقت مستقلة بعضها عن بعض، من المتوقع أن تسبب في حركة عشوائية للأسعار.

ففي السوق الكفاء²⁹ تستجيب الأسعار وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيها، بحيث تدفعهم للشراء أو البيع، كما لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة أو بين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر الأوراق المالية،³⁰ ومنه فإن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المالية المتعلقة بالشركة التي قامت بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة، مثل إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية والمراجعين الذين يقومون باعتماد هذه القوائم، وكذا المستثمرين الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية. ويقسّم الاقتصاديون كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة مستويات، تتمثل فيما يلي:

- **المستوى الضعيف:** مضمون هذا المستوى أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة بعضها عن البعض، وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.³¹

- **المستوى المتوسط:** وينصّ هذا المستوى على أن أسعار الأوراق المالية في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك

كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو الشركة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وحسب هذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاساتها لكافة المعلومات التاريخية التي تهتم بكل ما طرأ من تغيرات على أسعار وحجم المعاملات لهذه الأوراق في الزمن الماضي فحسب، بل تستند كذلك إلى جملة المعلومات التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

• **فرص الصيغة القوية:** تعرف كفاءة السوق في شكله القوي بأنها³² عبارة عن السوق التي تنعكس فيها كل المعلومات العامة والخاصة على أسعار الورقة المالية، بحيث لا يمكن في هذه السوق الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصلا ماليا من أجل تقدير التطورات المستقبلية لسعر هذا الأصل المالي.

فوفقا لهذا الغرض فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة، أي إن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن الشركة، وبالتالي لن يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية.

2.1. مقومات السوق الكفاء: تتضح أهم مقومات الكفاءة وتأثيراتها على تخصيص الموارد كالآتي:

• توفير المعلومات عن القطاعات الاقتصادية والشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، حيث توفر هذه المعلومات فرصا لتقييم المخاطر والعائد للقطاعات الاقتصادية والشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، إذ توفر هذه المعلومات فرصا لتقييم المخاطر والعائد للقطاع والشركات ومن ثم التفرقة بين القطاعات والشركات التي تعمل بكفاءة والتي تفتقد إلى الكفاءة في نشاطها، كذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، وبالضبط تغيير الأسعار في الأوراق المالية على قيام الشركات بتحسين أوضاعها.

• **السيولة:** حيث تشير السيولة إلى إمكانية الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وتوفر السيولة فرصا أوسع للشراء أو البيع مما ييسر زيادة الفرص الاستثمارية.

• **تكلفة المعاملات:** تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفاء يتميز بانخفاض تكلفة المعاملات.

2. أهمية تطبيق الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة على رفع كفاءة الأسواق المالية

أصبحت درجة التزام شركات المساهمة بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتباراتهم عند القيام باتخاذ قرار الاستثمار خاصة في ظل اشتداد المنافسة بين الشركات لدخول الأسواق المالية.

فالتطبيق السليم لحوكمة الشركات يشكّل المدخل الفعال لرفع كفاءة الأسواق المالية، بحيث تعدّ إعادة الثقة للمستثمرين في الأسواق المالية تجنباً لتعرضها إلى انهيارات أو حالات فشل بسبب عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية من أهم دوافع تطبيق قواعد الحوكمة خاصة على الجانب المالي والمحاسبي بالنسبة لشركات المساهمة. فالصلة بين حوكمة الشركات وتنمية الأسواق المالية واضحة في كثير من الأسواق المالية في أنحاء العالم وذلك من خلال ما تؤديه حوكمة الشركات من حماية حقوق المساهمين وتوفير الأدوات اللازمة لمحاسبة الإدارة عن المسؤولية تجاه أعمالها،^{3 3} إضافة إلى ما تتطلبه من شفافية وإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم. حيث تبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية من خلال أهمية المعلومات المالية التي يوفرها للمستثمرين وذلك في إطار ما يعرف بالمحتوى المعلوماتي للقوائم المالية من وجهة نظر المستثمر. إذ تتبع قيمة المعلومات المالية للمستثمرين من خلال العلاقة القائمة بين البيانات المحاسبية المنشورة من جهة وتقلب أسعار الأسهم في الأسواق المالية من جهة أخرى وذلك في إطار ما يعرف بفرضية السوق الكفاء.^{3 4}

فالعلاقة بين تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية والإفصاح المحاسبي وكفاءة الأسواق المالية واضحة، وذلك أن الالتزام بقواعد الحوكمة والقوانين والتشريعات التي تصدرها الدولة والهيئات المهنية المتخصصة لها أثر في إجبار شركات المساهمة بالالتزام بمتطلبات الشفافية والإفصاح في أنظمتها المالية والمحاسبية، الأمر الذي ينعكس على جودة التقارير والقوائم المالية ومن ثم جودة المعلومات المحاسبية، حيث تعبر المعلومات المتاحة للمستثمرين في الأسواق المالية التي تعتبر المحرك الرئيسي لأسعار الأوراق المالية ولحركة السوق وحجم التداول. حيث يتم تسعير الأوراق المالية بناء على تقييمات المستثمرين المختلفة لأسعارها والتي تنعكس في صورة الطلب والعرض على تلك الأوراق. ويعود الاختلاف في تقييم المستثمرين لنفس الورقة المالية إلى اختلاف توقعاتهم حول الشركة وأدائها ونتيجتها المالية وفق ما يتوفر لهم من معلومات الإفصاح فضلاً عن أهمية التوقيت الملائم للإفصاح، الأمر الذي يؤثر في القدرة التنبؤية لكل المعلومات على سلوك المستثمرين.

وعملا على الاستفادة من تطبيقات قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية في شركات المساهمة من خلال الإفصاح المحاسبي وجودة القوائم المالية في التأثير على رفع كفاءة الأسواق المالية، يستحسن العمل على تحقيق النقاط الموالية:

- العمل على تعزيز ممارسة الحوكمة من خلال البرامج التدريبية التي تعكس مفاهيم وثقافة تطبيقات الحوكمة.
- العمل على تحسين مستوى ممارسة الحوكمة في الشركات وخاصة مبدأ الإفصاح، وذلك من خلال مساعدة مديري ومجالس إدارات شركات المساهمة على تطوير إستراتيجية سليمة للحوكمة، مما يساعد على تحسين كفاءة أداء تلك الشركات والتخصيص الأفضل للموارد، بهدف تعظيم حجم العائد الذي يجنيه المستثمر وإظهار القيمة العادلة للسهم مما يعزز ثقة المستثمر.
- العمل على إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث الخاصة بتطبيقات الحوكمة والممارسات السليمة ودورها في منع حدوث الفشل المالي.

خاتمة

إن التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة في شركات المساهمة على الأنظمة المالية والمحاسبية فيها يسمح بمراقبة أدائها المالي وتحقيق جودة القوائم المالية والمعلومات الناتجة عنها خاصة مع احترام متطلبات الشفافية والإفصاح المحاسبي، الأمر الذي يسمح بزيادة استيعاب مستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين في الأسواق المالية للمعلومات الواردة في القوائم المالية، وهو ما يكفل توفر المعلومات لكل الأطراف بشكل متساو، ما يؤدي إلى تحقيق مستوى عال من كفاءة السوق المالية.

العوامش

1- فارس جميل الصوفي، تحليل العلاقة بين مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية والأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص محاسبة، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان، 2006، ص: 87- 88.

2- حاكم محسن محمد، تحليل العلاقة بين آليات الحوكمة ومؤشرات أداء منظمات الأعمال - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية-، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر

- العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، دمشق، سوريا، 15- 16 أكتوبر 2008، ص: 10.
- 3- فارس جميل الصويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 88.
- 4- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص: 134- 135.
- 5- فارس جميل الصويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 88.
- 6- حاكم محسن محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 10.
- 7- فارس جميل الصويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 90.
- 8- فارس جميل الصويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.
- 9- المركز المصري للدراسات الاقتصادية، تقسيم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، ورقة عمل مقدمة إلى مركز المشرعات الدولية الخاصة OCDE، أفريل 2003، ص: 02.
- 10- نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سببا للتقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، ورقة عمل مقدمة إلى مركز المشرعات الدولية الخاصة OCDE، جانفي 2003، ص: 03.
- 11- عماد أحمد الشرع، دور الحوكمة في تعزيز الثقة والمصادقة في التقارير المالية - دراسة ميدانية على الشركات الكويتية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد، دمشق، سوريا، 2008، ص: 61.
- 12- Sir Robert Smith, Audit Committes Combined Code Guidance by an FRC, Submitted by Financial Reporting Comcil in December 2002, Published in Janaury 2003, Page:06.
- 13- عماد أحمد الشرع، مرجع سبق ذكره، ص: 62.
- 14- John Wiley and authers, The audit committee HANDBOK, School of management, State university of New Yourk at Binghamton, Canada, 2004, Page: 54.
- 15- عماد أحمد الشرع، مرجع سبق ذكره، ص: 62.
- 16-Sir Robert Smith,,op, Page: 06.
- 17- عماد أحمد الشرع، مرجع سبق ذكره، ص: 62.
- 18- المركز المصري للدراسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

- 19- نفس المرجع السابق، ص ص: 04 - 05.
- 20- صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، دمشق، سوريا، 15 - 16 أكتوبر 2008، ص: 08.
- 21- عماد أحمد الشرع، مرجع سبق ذكره، ص ص: 45 - 46.
- 22- ماجد إسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وحودة التقارير المالية - دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2009، ص: 34.
- 23- مصطفى حسن بسيوني السعدني، مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات، المؤتمر الدولي (مهنة المحاسبة والمراجعة والتحديات المعاصرة)، دولة الإمارات العربية المتحدة، 5/4 ديسمبر 2007، ص: 06.
- 24- محمد مطر، دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز وتفعيل التحكيم المؤسسي، المؤتمر العلمي المهني الخامس، جامعة البترا، عمان، الأردن، 24/25 ديسمبر 2003، ص: 07.
- 25- لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية [على الخط]. المجلد 29، العدد 1، 2007، ص ص: 180 - 181. متاح على الموقع www.tishreen.shern.net/new%20site/univmagazine/VOL292007/economy/1/10.doc (2011/01/04).
- 26- توفيق يوسف حسن أبو شربة، تقييم الإبلاغ المالي وممارسات الإفصاح للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية على ضوء المتطلبات القانونية المحلية ومعايير المحاسبة الدولية وتوقعات المستثمرين، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص الفلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، 2009، ص ص: 20 - 23.
- 27- ماجد إسماعيل أبو حمام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 60، 53.
- 28- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 32.

- ²⁹ - علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2009/2008، ص:192.
- ³⁰ - محمد الحناوي، نهال فريد وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص:81.
- ³¹ - نفس المرجع السابق، ص:86.
- ³² - الجودي صاطوري، أثر كفاءة رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2006، ص:279.
- ³³ - مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، أفريل 2004، ص: 04. متوفر على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia-org/pdfhelp.asp.
- ³⁴ - محمد ذا النون عبد الكريم عصفور، تقييم مدى الالتزام بمتطلبات وقواعد الإفصاح المنصوص عليها في معايير المحاسبة الدولية وانعكاساته على أسعار الأسهم في بورصة عمان- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المساهمة الصناعة الأردنية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص محاسبة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005، ص:13.