

مدى أهمية ترتيب مبادئ حوكمة الشركات للحد من خسائر المستثمرين الأفراد بسوق الأوراق المالية خالد أحمد أحمد دويدار

الملخص:

تعتبر مبادئ حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة والتي اهتمت بها المنظمات الدولية المعنية ، والحكومات والشركات خاصة المتداولة بأسواق المال . وحيث تم وضع هذه المبادئ فى مجموعات رئيسية اختلفت فى ترتيبها من دليل لآخر ومن منظمة أو مؤسسة لآخرى وفق متطلبات كل جهة أو ذى مصلحة فإن نظرة المستثمرين بصفة عامة والمستثمرين الأفراد بصفة خاصة لأهمية هذه المجموعات من حيث التطبيق تختلف عن غيرها من ذوى المصلحة . ومن هنا سعت هذه الورقة البحثية لدراسة مدى أهمية ترتيب مبادئ حوكمة الشركات للحد من خسائر المستثمرين الأفراد بسوق الأوراق المالية من خلال طرح قائمتى استقصاء على عينة من المستثمرين بسوق الأوراق المالية والعاملين بالجهات الرقابية والإشرافية المعنية بمتابعة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات فى سوق الأوراق المالية المصرية ، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود اتفاق معنوى بين الأطراف ذوى العلاقة بتطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة على أهمية وأولية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلاءم مع المجتمع المصرى، بما يحقق الوصول السريع لقرار الاستثمار فى الأوراق المالية للحد من الخسائر المتوقعة لهذا القرار.

Abstract:

The principles of corporate governance are modern concepts that have been taken care of by relevant international organizations, governments and private companies traded in financial markets. Where these principles have been developed in major groups, which differ in their order from one directory to another and from one organization or institution to the other according to the requirements of each and every stakeholder, the view of investors in general and private investors in particular of the importance of these groups in terms of application differs from other stakeholders. Hence, this paper sought to study the importance of the arrangement of the principles of corporate governance to reduce the losses of individual investors in the stock market by offering two survey lists to a sample of investors

in the stock market and the supervisory and supervisory bodies concerned with following up the application of the principles of corporate governance in the Egyptian stock market. This study indicates the existence of a moral agreement between the parties concerned with the application of the rules and principles of governance on the importance and primacy of applying these principles and rules as appropriate to the Egyptian society, in order to achieve quick access to the investment decision in securities to reduce Of the anticipated losses of this resolution.

أولاً : الدراسات السابقة

قام الباحث باستعراض العديد من الدراسات المتعلقة بموضوع حوكمة الشركات خاصة فيما يتعلق بترتيب مبادئ حوكمة الشركات للحد من خسائر المستثمرين الأفراد بسوق الأوراق المالية ومن بين ذلك :

١- دراسة (Constantine, Jean , 2010) بعنوان "الحوكمة الرشيدة

والفكر الإداري"

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تناول حوكمة الشركات من خلال التعرف على السياسات التي يجب اتباعها للوصول إلى تطبيق الحوكمة الرشيدة مثل : ضمان الإدارة الفعالة من خلال ضمان الحكم العادل واحترام المبادئ العامة للقانون وذلك من خلال : مبدأ المشروعية ، مبدأ السببية ، مبدأ المساواة ، مبدأ التناسب ، ومبدأ اليقين القانوني واحترام التطلعات المشروعة للأخرين .

وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها :

- أ. أن الحوكمة الرشيدة تضمن الحكم العادل على جودة القوائم المالية للمنظمة .
- ب. ضرورة الإستعانة بوكالات إدارية متخصصة وذات خبرة وكفاءة تستطيع متابعة التطبيق الرشيد لمبادئ الحوكمة باستقلالية مناسبة .

٢- دراسة (Bullivant & Others , 2012) بعنوان : " دليل الحوكمة

الرشيدة "

هدفت هذه الدراسة إلى :

- أ. تقديم بعض المبادئ الرئيسية للحوكمة الجيدة التي يمكن أن تساعد عملية صنع القرار على مستوى مجلس الإدارة .

ب. وضع دليل لعدد من المبادئ والمعايير التي توصل إلى درجة أمان وموضوعية وشفافية في المعلومات المقدمة في ظل هذه الحوكمة ، من خلال تقديم مجموعة إرشادات دورية للعمل بها للوصول إلى هذه الدرجة .
ج. وضع تصور لمدى مساهمة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في مواجهة التحديات المتجددة في مجالات مثل: المخاطر والتمويل والجودة والأمانة والتجارة والسمعة.

د. التعرف على إمكانية مساهمة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الوصول للاختيار المناسب فيما بين البدائل لاختيار القرار المناسب .

وتوصلت الدراسة للعديد من النتائج من بينها :

يجب على الإدارة مراعاة عدة أمور للوصول إلى الحوكمة الرشيدة ومن بينها :

- أ. دراسة المخاطر وكيفية مواجهتها.
- ب. تقديم المعلومات وتحليلها وضمان وصولها بالشكل المناسب.
- ج. صنع واتخاذ القرار بالشكل العلمي السليم .
- د. دعم مجلس الإدارة ووضع هياكل اللجان الرئيسية المتابعة لتنفيذ الأعمال.

٣- دراسة (Inga Chira , 2014) بعنوان : " تأثير خصائص الحوكمة على سعر سهم في الشركات المدرجة في البورصة " هدفت هذه الدراسة إلى :

أ. دراسة أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على أسعار عوائد الأسهم للشركات المدرجة بالبورصة قبل تطبيق مبادئ الحوكمة في أمريكا عام ٢٠٠٢ وبعدها .

ب. دراسة مقارنة بين الشركات المدرجة بالبورصة الأمريكية والمطبقة لمبادئ الحوكمة وغيرها من الشركات الأجنبية التي تطبق مبادئ الحوكمة بشكل اقل .

ج. تقييم درجة تأثير مؤشرات الحوكمة الخاصة بكل دولة على سعر السهم في الشركات المدرجة بالبورصة الأمريكية والبورصات الأخرى .

وتوصلت الدراسة للعديد من النتائج من بينها :

أ. يوجد أثر إيجابي بصفة عامة على عائدات الشركات بعد تطبيق مبادئ الحوكمة أكثر من قبل تطبيقها.

ب. أن الشركات المدرجة في البورصة الأمريكية والتي تلتزم بتطبيق مبادئ صارمة للحوكمة ذات عوائد إيجابية بخلاف التي لا تطبق نفس المبادئ في بلد المنشأ.

٤- دراسة (محمد ، ٢٠١٦) بعنوان: " تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " .

هدفت هذه الدراسة إلى :

أ. التعرف على مدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية المقاسة بكل من نموذج GARCCH ، ونموذج EGARCCH ، ونموذج RANDOM WALK .
ب. التعرف على أكثر هذه المبادئ تأثيراً على كفاءة سوق الأوراق المالية. وقد توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها :

أ. يوجد تأثير معنوي لمبادئ حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية .
ب. أن المبادئ التي تمثل تأثيراً قوياً على سوق الأوراق المالية تمثلت في : ضمان وجود أساس فعال لحوكمة الشركات ، وضمان حقوق المساهمين ، وضمان وجود وظائف رئيسية وحقيقية لأصحاب الملكية ، والمعاملة المتساوية لأصحاب الملكية ، وضمان تحقيق الإفصاح والشفافية ، وأخيراً ضمان مسئوليات مجلس الإدارة .

ج. يأتي مبدأ الإفصاح والشفافية في المرتبة الأولى في وجود الأثر على كفاءة سوق الأوراق المالية ، ويليه المعاملة المتساوية للمساهمين ، ثم حقوق المساهمين ، ثم باقى المبادئ السابق ذكرها.

ثانياً : مشكلة الدراسة : تركزت مشكلة هذا البحث في ضوء الدراسات السابقة ، ماتوصل إليه الباحث من دراسة ثانوية لسوق المال المصرية في :
عدم معرفة درجة إلمام الأطراف ذوى العلاقة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بطبيعة هذه المبادئ ، ومدى أهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

ثالثاً أهمية الدراسة : يستمد البحث أهميته من عدة وجوه أهمها :

١ - الأهمية العلمية

أهمية مفهوم الحوكمة المتعلقة بمدى أهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

١ - الأهمية العملية :

إستطلاع رأى الأطراف ذوى العلاقة بحوكمة الشركات بمدى أهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

رابعاً : أهداف الدراسة :

١- إستعراض مبادئ وقواعد الحوكمة فى ضوء قرارات المنظمات الدولية والمؤسسات والهيئات المالية المصرية.

٢- دراسة عوامل ومحددات تطبيق مبادئ وقواعد الحوكمة المتعلقة ومدى أهمية ترتيب تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

٣- الوصول لنتائج وتوصيات من إختبار فروض هذه الدراسة لمعرفة مدى أهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

خامساً: مجتمع البحث : يتمثل مجتمع هذا البحث فى المتعاملين بسوق المال المصرية من الجهات المنظمة والإشرافية ، وكذلك المهتمين بأسواق المال ، ثم أخيراً أولئك المستثمرون الأفراد فى الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية ، وسوف يتم أخذ عينة لهذه الدراسة من مجتمع البحث والمتمثل فى:

١- عدد (٣٠) من مسؤولى الهيئة العامة للرقابة المالية وبعض الهيئات التابعة لها ، والبورصة المصرية ، و بعض المسؤولين فى وزارة الاستثمار وهيئة الاستثمار.

٢- عدد (٣٠٤) من المستثمرين الأفراد فى سوق الأوراق المصرية، والمهتمين بأسواق المال .

٣- عدد (٥٠) من المسؤولين فى بعض شركات التداول فى سوق الأوراق المالية.

سادساً : فروض الدراسة :

الفرض الاول :

لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين آراء فئات المتعاملين بسوق الأوراق المالية بشأن:

أ- إدراك قواعد ومبادئ حوكمة الشركات .

ب- محددات وعوامل جودة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وفق أولوية ترتيب هذا التطبيق.

الفرض الثانى :

لا يوجد اتفاق معنوى بين الأطراف ذوى العلاقة بتطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة على أهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى .

سابعاً : منهجية الدراسة : اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفى التحليلى لآراء مفردات عينة الدراسة ، وذلك لتحقيق أهدافها، وذلك على النحو التالى :

١ - الدراسة النظرية :

استهدفت هذه الدراسة النظرية الاطلاع على المراجع باللغة العربية ، والمراجع باللغة الأجنبية سواء كانت كتباً أو دوريات أو رسائل علمية تتعلق بموضوع حوكمة الشركات ، من حيث المفهوم والعوامل والمحددات ، والتعرف على قواعد ومبادئ الحوكمة بصفة عامة والمطبق منها في الشركات المصرية بصفة خاصة .

٢ - **الدراسة الميدانية :**

إشتملت الدراسة الميدانية على :

أ- على تصميم قائمة استقصاء يتم توزيعها على مفردات عينة البحث لاستطلاع آرائهم نحو كل من :

١. الالمام بمفهوم وقواعد ومبادئ الحوكمة .
٢. عوامل ومحددات تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة المتعلقة بأهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ وفق ما يتلائم مع المجتمع المصري .
٣. دور تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة المتعلقة بأهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ وفق ما يتلائم مع المجتمع المصري في الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

١ - **أساليب التحليل الإحصائي :**

إستخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية لاختبار فروض الدراسة :

أ- **معامل الثبات (Alpha) كرونباخ :** والذي يستخدم لحساب معامل الثبات، وذلك لبحث مدى إمكانية الاعتماد على نتائج الدراسة الميدانية في تعميم النتائج.

ب- **معامل ارتباط بيرسون:** ويستخدم لقياس العلاقة بين متغيرين أو أكثر مع تحديد نوع العلاقة وقوتها.

ج - **أسلوب الانحدار المتعدد:** والذي يستخدم لحساب معاملات الانحدار المتعدد المتغير المستقل مع المتغير التابع.

د - **اختبار كروسكال - والس "Kruskal – Wallis" :** والذي يستخدم للمقارنة بين فئات عينة الدراسة ، نظراً لطبيعة البيانات التي تتسم بندرة الإستجابة على بعض هذه الفئات .

المبحث الأول

حوكمة الشركات

أولاً: مفهوم ونشأة حوكمة الشركات :

تعتبر حوكمة الشركات (CORPORATE GOVERNANCE) أو نظام ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة من المفاهيم التي أصبحت متداولة في مجتمع الأعمال

والاستثمار بصفة عامة وفي مجتمع أسواق المال بصفة خاصة . ويعبر مفهوم الحوكمة بصفة عامة عن مجموعة الإجراءات والعمليات والقواعد التي يمكن باتباعها التحكم في أداء عمل الشركات وتنظيم العلاقة بين ملاك (مساهمي) الشركة ومديرها من ناحية وبين الأطراف الخارجية التي تتعامل معها من ناحية أخرى. بحيث تكون هناك آليات واضحة تحكم عملية اتخاذ القرارات ، وتوضح الحقوق والواجبات بين العاملين والمسؤولين والمساهمين بالشركة ، بما يضمن الوضوح والشفافية في جميع القرارات المعلومات المتاحة من مسئولى الشركة والمتعاملين والمستفيدين من هذه المعلومات والقرارات.

وقد عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCED) حوكمة الشركات بأنها " مجموعة المبادئ المنظمة للعلاقات بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح ورسم قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات وهيكل الأهداف وآليات التنفيذ والرقابة على الأداء " .
في حين تعرفها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بأنها : " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها "

وقد عرف مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) حوكمة الشركات بأنها " مفهوم يقوم أساساً على تحديد العلاقة بين المستثمرين ومجالس الإدارة والمديرين وحملة الأسهم وغيرهم ، وتهدف إلى زيادة قيمة إستثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة على المدى الطويل ، وذلك عن طريق تحسين أداء الشركات ، وترشيد اتخاذ القرارات فيها ، ويتضمن ذلك إعداد حوافز وإجراءات تخدم مصالح حملة الأسهم وتحترم في نفس الوقت مصالح غيرهم بالشركة " .

وأوضحت النشرة الإرشادية لمركز المشروعات الدولية الخاصة أن حوكمة الشركات تحمى حقوق حملة الأسهم وبصفة خاصة حقوق الأقلية منهم ، بما في ذلك حقهم في إبداء الرأي في شأن إدارة الشركة وفي المعاملات الكبرى ، بالإضافة إلى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم. كما أن الحوكمة توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك بنائها مزيداً من الثقة والكفاءة في أسواق المال ، الأمر الذي يتيح فرصة أكبر في تنويع استثماراتهم وبيعها إن أرادوا ذلك ، كما أن إجراءات الحوكمة الرشيدة يمكنها أن تواجه احتمالات فشل الأعمال وتحمى الدائنين ، وتحد من مسؤولية حملة الأسهم.

وعرفها (البنك الأهلي المصرى ٢٠٠٣) بأنها " مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين".

ويعرف الكاتب "Gabrielle O'Donovan" حوكمة الشركات"، بأنها 'السياسات الداخلية التي تشمل النظام والعمليات والأشخاص، والتي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، من خلال توجيه ومراقبة أنشطة إدارة الأعمال الجيدة مع الموضوعية والمساءلة والنزاهة. فالإدارة السليمة للشركات تعتمد على التزام السوق الخارجية والتشريعات، بالإضافة إلى ثقافة صحية تشمل ضمانات للسياسات والعمليات!'

بينما يرى آخرون (Fawzy, S. 2003) بأن حوكمة الشركات هي مفهوم يستند بشكل عام إلى القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (حملة السندات والعمال والموردين والدائنين والمستهلكين) من ناحية أخرى . وبشكل أكثر تحديداً، يقدم هذا الاصطلاح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالكون ألا تسيء الإدارة استغلال أموالهم؟ كيف يتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ وما مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيراً، كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟ .

كما عرفها آخر (حماد ، ٢٠٠٨) بأنها " النظام الذى يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسئولية والنزاهة والشفافية " . وهى بذلك تركز على ثلاث ركائز هى :

- السلوك الأخلاقى .
- تفعيل أدوار أصحاب المصلحة .
- إدارة المخاطر .

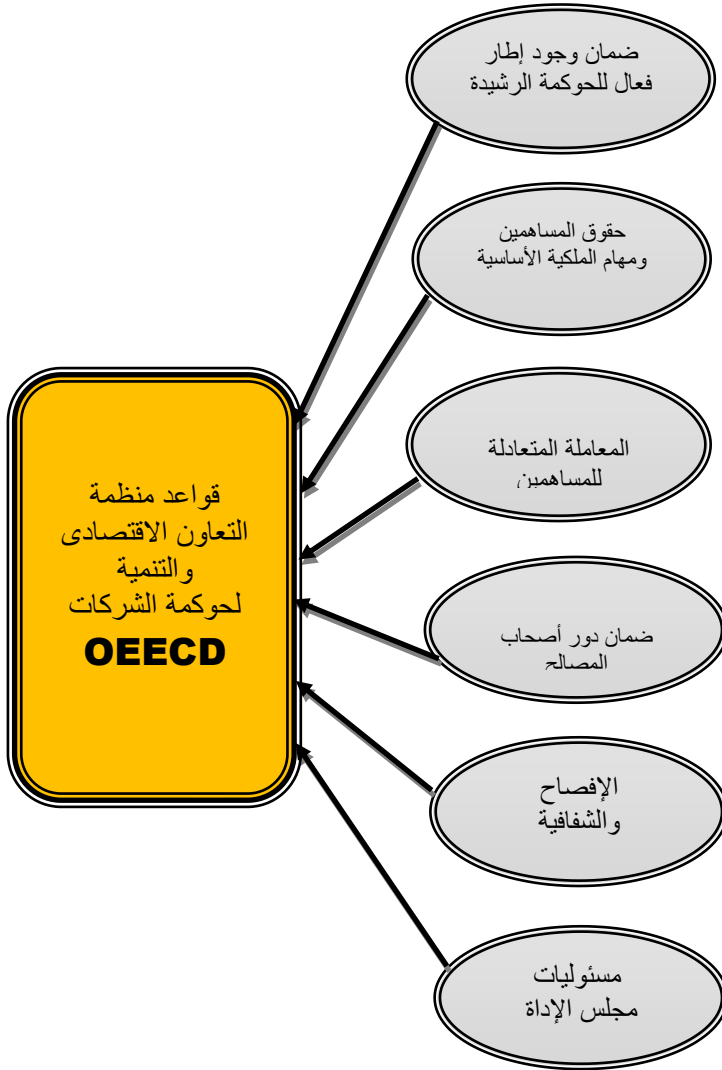
من خلال العرض السابق لمفهوم حوكمة الشركات يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها "مفهوم يعبر عن ثقافة وأسلوب ممارسة الشركة لأعمالها، وفق متطلبات الغرض من تأسيسها، وذلك فى ضوء العلاقات الناشئة عن ذلك بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين من ناحية وبين كل من المساهمين وكل ذى مصلحة من ناحية أخرى ، مستعينة فى ذلك بنظام رقابة داخلى لضبط الأداء وتقديم صورة صحيحة عن وضع الشركة المالى والإدارى والفنى من خلال التقارير والمعلومات المقدمة لكل ذى مصلحة".

ومن خلال هذا التعريف يلاحظ أن مفهوم حوكمة الشركات يتسم بالعديد من الخصائص من بينها :

- ١- أنها ثقافة وسلوك وأسوب أداء الأعمال بين جميع الأطراف والمستويات الإدارية داخل الشركة.
- ٢- يجب أن ترتبط وتتوافق وتتناغم مع الغرض من تأسيس الشركة وأهدافها.
- ٣- أن أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين مسؤولون عن مصالح المساهمين وتعظيم قيمة أسهمهم بالشركة.
- ٤- أن أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين مسؤولون عن إعطاء كل ذي مصلحة من الأطراف الخارجية كافة المعلومات والتقارير الصحيحة والتي تعبر بصدق عن كل ما يتعلق بالشركة من نواحي مالية وإدارية وفنية . حيث يرى البعض أن حوكمة الشركات تحسن من بيئة المعلومات بالشركة. وتقدم الحلول المناسبة للحد من التباين في المعلومات المقدمة.
- ٥- وجود نظام مراجعة ومراقبة داخلي يحكم ويضبط الأداء داخل الشركة وفق معايير ومبادئ واضحة وملزمة لمجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بالشركة.
- ٦- الالتزام بتوقيت وجودة وموضوعية وصدق المعلومات والتقارير المقدمة من الشركة لكل ذي مصلحة معها .

ثانياً: قواعد ومبادئ حوكمة الشركات لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:

تعتبر منظمة التعاون الدولي الاقتصادي والتنمية واحدة من كبرى المنظمات الدولية المهتمة بشرح ونشر ومتابعة قواعد ومبادئ حوكمة الشركات في العالم ، وتضم هذه المنظمة حوالي ٣٤ دولة أعضاء بها بخلاف الدول الأخرى غير الأعضاء ، ومنذ تأسيسها عام ١٩٦٠ وهى معنية بصياغة ونشر ما يحقق الوعي الاقتصادي والمالي للدول الأعضاء بها ، ومن بين ذلك صياغة ونشر قواعد ومبادئ حوكمة الشركات والتي تعتبر أساساً مهماً اعتمدت عليه معظم دول العالم ومنظماته الدولية ، وقد كان أول إصدارات هذه المنظمة فى هذا الخصوص عام ١٩٩٩ ، حيث صدر دليل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات ، ثم تم تحديثه فى عام ٢٠٠٤ ، وقد تضمن المبادئ الأساسية والتي يمكن عرضها من خلال الشكل التالى:



شكل رقم (١)

المبادئ العامة لحوكمة الشركات
من إعداد الباحث وفقاً لمبادئ حوكمة الشركات لمنظمة التعاون الاقتصادي
والتنمية

ثالثاً : دليل حوكمة الشركات المصرية:

قامت الحكومات المصرية المتعاقبة فى السنوات الماضية ممثلة فى وزارة الاقتصاد والاستثمار بإصدار أربعة أدلة رئيسية بداية من عام ٢٠٠٥ لقواعد حوكمة الشركات فى مصر ، ثم فى عام ٢٠٠٦ ، ثم فى عام ٢٠١١ ، وأخيراً فى عام ٢٠١٦ ، وذلك وفق المستجدات الطارئة فى مجتمع المال والاقتصاد وفى إطار عولمة الأسواق المالية الدولية ، وكانت أهم ملامح الدليل الأخير المصرى على النحو التالى :

الدليل المصرى لحوكمة الشركات-الإصدار الثالث-الصادر فى أغسطس ٢٠١٦ :

كما فى الإصدارات المذكورة آنفاً فقد أوكل إلى مركز المديرين المصرى التابع لهيئة الرقابة المالية إصدار هذا الدليل ليكون بمثابة تطوير وتحديث للأدلة السابقة ودمجها جميعاً فى هذا الدليل ، وذلك تحت عنوان " الدليل المصرى لحوكمة الشركات " وذلك على النحو التالى:

أ. أضفى هذا الدليل صفة العمومية والشمولية مقارنة بالنسخ السابقة فى ضوء ما توصل إليه العالم على المستويين الدولى والإقليمى فى مجال الحوكمة، بما يناسب كافة أنواع الشركات فى مصر بحسب طبيعتها وحجمها، وبما يتلاءم معها من قواعد للحوكمة .

ب. عرض هذا الدليل كدليل استرشادي لكافة الجهات التشريعية والرقابية لأخذه فى الاعتبار عند سن وتحديث التشريعات والتعليمات الرقابية ذات الصلة بحوكمة الشركات داخل جمهورية مصر العربية.

وتتلخص أهم عناصر الاختلاف فى هذا الدليل عن سابقه فيما يلى :

- أ. بيان المنهجية العامة فى تقديم دليل الحوكمة، وبيان أهمية وجود دليل متطور لحوكمة الشركات فى مصر وأهمية دور الدولة وحكومتها ومؤسساتها فى دعم فكر وتطبيقات الحوكمة.
- ب. توضيح نطاق تطبيق تلك القواعد ودرجة تماشيها مع طبيعة وحجم كل شركة.
- ج. إبراز أهمية قاعدة "الالتزام أو التفسير".
- د. التوسع فى التعريف بالمفاهيم والمصطلحات المستخدمة فى الدليل بما يعزز من زيادة استيعاب وفهم المستخدمين لمحتوياته.
- هـ. التأكيد على دور الجمعية العامة للمساهمين فى اختيار مجلس إدارة .
- و. توضيح لدور مجلس الإدارة باعتباره أهم عنصر من عناصر إدارة الشركة ، فضلاً عن مسؤوليته الرئيسية فى تطبيق الحوكمة.
- ز. إلقاء المزيد من الضوء على دور نشاط علاقات المستثمرين داخل الشركات المقيدة لها أوراق مالية بالبورصة.

ح. تناول سبل وأدوات الإفصاح المختلفة، وبيان أهمية الإفصاح غير المالي
موضحاً المعلومات
وبناءً على ما تقدم ، فقد تم صياغة هذا الدليل في أربعة أبواب وذلك على النحو التالي

- الباب الأول : الإطار العام لحوكمة الشركات .
- الباب الثاني : المحاور الرئيسية لحوكمة الشركات .
- الباب الثالث : الإفصاح والشفافية .
- الباب الرابع : موثيق ولوائح وسياسات حوكمة الشركات .

المبحث الثاني

ترتيب تطبيق مبادئ حوكمة الشركات

والحد من خسائر المستثمرين الأفراد

يعتبر قرار الاستثمار في الأوراق المالية سواء بالشراء أو البيع أو الامتناع عن تداول الورقة المالية هو الأساس في ربحية أو خسارة المستثمر ، لذا كان من الضروري استناد هذا القرار إلى معايير ومبادئ دقيقة تساعد في اتخاذ القرار الرشيد ، وهنا تبرز أهمية مبادئ حوكمة الشركات والتي يمكن بتطبيقها الوصول إلى تقارير ومعلومات مستخرجة من الشركة موثوق بها تساعد المستثمرين في اتخاذ القرار الرشيد في أى من مراحلها .

ومن ناحية أخرى فان تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يمكن أن لوضع قيمة عادلة للسهم بغض النظر عن قيمته السوقية - دور هام في اتخاذ قرار الاستثمار المناسب في أى من مراحل المشار إليها سابقاً ، وبما يساعد في الحد من خسائر المستثمرين .

طرق تحديد القيمة العادلة للسهم :

يمكن الوصول لهذه القيمة العادلة عن طريق العديد من الطرق من بينها :

- ١- نموذج خصم الأرباح : Models Discount Dividend يعتبر هذا النموذج أكثر النماذج استخداماً في تقييم الأسهم العادية لأن التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة العادلة للسهم ، ويطلق على هذا النموذج (التحليل الاساسي) ، ويوجد ثلاثة نماذج فرعية من هذا النموذج هي:
 - أ - نموذج النمو الصفري : Model Growth- zero إن أساس هذا النموذج هو أن توزيعات الأرباح المستقبلية ثابتة سنوياً طوال حياة الوحدة الاقتصادية .

ب - نموذج النمو الثابت : يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح المستقبلية تنمو بشكل ثابت طوال حياة الوحدة الاقتصادية .

ج - نموذج النمو المتعدد : Model Growth- Multiple يعد هذا النموذج المطور من قبل سولدوفسكي ومورفي والقائم على أساس أنه من غير الواقعي بقاء توزيعات الأرباح المستقبلية الخاصة بالوحدة بدون نمو ، كما أنه من المستحيل استمرار نموها بشكل ثابت طول عمر المنشأة ، لأنه في بداية كل وحدة اقتصادية تنمو توزيعات أرباحها بشكل كبير ، وبعدها يبدأ معدل نمو التوزيعات بالانخفاض حتى يستقر عند معدلات نمو متقاربة .

٢ - نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة .

٣- نموذج التدفق النقدي: ويقوم هذا النموذج على أساس أن الثروة المحققة من أى أصل تتمثل في التدفقات النقدية الناتجة من هذا الأصل .

٤- نموذج والتر Walter Model : يتم تقييم الأسهم طبقاً لهذا النموذج أساساً أن سياسة توزيع الأرباح تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين ، وعليه فقد ركز والتر على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة في تحديد القيمة العادلة للأسهم .

٥- نموذج ليرنز و كارلتون Lerner and Carleton : حيث يعتمد هذا النموذج على العلاقة بين القيمة العادلة للسهم العادي وقيمته الدفترية ، حيث تنخفض القيمة العادلة للسهم عندما يكون معدل العائد على الاستثمار في السهم أقل من العائد المطلوب عليه ، والعكس بالعكس.

٦- نموذج مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) : حيث يتم احتساب القيمة العادلة للسهم طبقاً لهذا النموذج على أساس مضاعف السعر للسهم إلى ربحيته .

بناء على ما تقدم يكون من الضروري البحث عن وسائل تساعد المستثمرين في الأسواق المالية على إتخاذ القرار الاستثماري الرشيد ، والذي يساعد على الحد من خسائرهم وتعظيم ثروتهم وارتفاع معدل العائد على استثماراتهم عن الدخول في أدوات استثمارية بديلة ، ومن هذه الوسائل أيضاً تطبيق مبادئ ومعايير حوكمة الشركات على المتعاملين بسوق الأوراق المالية .

ومع استعراض مبادئ حوكمة الشركات الدولية وتلك المطبقة في جمهورية مصر العربية يتضح وجود تفاوت في تكامل التطبيق ، ومدى الالتزام به ، وقوة وتأثير القوانين والإجراءات المتبعة في حالة عدم التطبيق ، حيث يرى البعض (Jing)

(Yu, 2011) أن البيئة القانونية القوية تساعد على التطبيق الفعال لمبادئ حوكمة الشركات على جميع مستويات الشركة بدلاً من التطبيق الاختياري ، كذلك فمن الضروري معرفة أى من هذه المبادئ يمكن من خلالها مساعدة المستثمرين الأفراد فى الحد من تعرضهم لخسائر تودى إلى تآكل ثرواتهم المستثمرة فى الأوراق المالية ، ومدى كفاية هذه المبادئ لجعل سوق الأوراق المالية المصرى سوقاً فعالاً وكفئاً فى مواجهة تطلعات المستثمرين المحليين والأجانب ، وكذلك فى مواجهة غيره من أسواق المال العالمية والعربية ، وهذا ما سعت الدراسة الميدانية للوصول إليه.

المبحث الثالث

الدراسة الميدانية

أولاً : خطوات إجراء الدراسة الميدانية :

١ - مجتمع الدراسة والعينة:

أ - مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة فى المتعاملين بسوق المال المصرية من الجهات الإشرافية أو المهتمين بأسواق المال، والمستثمرين الأفراد فى الأسهم المتداولة بسوق المال المصرية.

ب- عينة الدراسة:

تم اختيار عينة عشوائية بسيطة، وتم تحديد حجم العينة باستخدام برنامج Sample Size Calculator وذلك بمعلومية حجم المجتمع الذى يبلغ أكثر من ٥٠٠٠٠٠ مفردة ، وعند مستوى ثقة ٩٥% وحدود خطأ $\pm ٥\%$ ، وبعد ادخال البيانات للبرنامج تم حساب حجم العينة وبلغ عددها ٣٨٤

وقام الباحث بتوزيع العدد المحدد وهو (٣٨٤) قائمة استقصاء على مفردات عينة كل من مجموعتي الاستقصاء مفردة ، أما عدد الاستمارات الموزعة على المتعاملين بسوق المال المصرية من الجهات الإشرافية أو المهتمين بأسواق المال، والمستثمرين الأفراد فى الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية والمردود منها، فقد راعى الباحث استخدام طريقة النسبة والتناسب حتى يتمكن الباحث من تمثيل مجتمع البحث من خلال تلك العينة، ويوضح الجدول رقم (١) ذلك:

جدول رقم (١) توزيع حجم العينة الموزعة والمستوفاة للمشاركين

أنواع المستفيدين	عدد الاستثمارات	عدد الاستثمارات المستوفاة	نسبة الاستجابة بالتقريب
المستثمرون الأفراد بسوق المال المصرية	٣٠٤	٢٦٨	%٨٨
المهتمون بسوق المال المصرية	٥٠	٤٦	%٩٢
الجهات الرقابية	٣٠	٢٩	%٩٧
الاجمالي	٣٨٤	٣٤٣	%٨٩

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتيجة توزيع استثمارات الاستقصاء وأخيراً يوضح الجدول رقم (٢) عدد الاستثمارات الإجمالية لكل فئات عينة الدراسة والتي تم توزيعها عليهم والردود التي وردت للباحث من أفراد هذه العينة :

جدول رقم (٢) عدد الاستثمارات التي تم توزيعها على مجتمع وعينة الدراسة والردود الواردة

مجتمع وعينة الدراسة	المشاركون من الجهات الإشرافية والرقابية بسوق المال المصرية	المهتمون بسوق المال المصرية	المستثمرون الأفراد بسوق المال المصرية	الاجمالي
عدد الاستثمارات التي تم توزيعها	٣٠	٥٠	٣٠٤	٣٨٤
عدد الاستثمارات التي تم استردادها	٢٩	٤٦	٢٦٨	٣٤٣
النسبة المنوية للاسترداد	%٩٧	%٩٢	%٨٨	%٨٩

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء توزيع الاستثمارات على مجتمع وعينة الدراسة والردود الواردة

٢- أداة تجميع بيانات الدراسة الميدانية :

قام الباحث بتصميم قائمة استقصاء لتجميع البيانات من مفردات عينة البحث، حيث تم إعدادها وتصميمها بالخطوتين التاليتين:

الخطوة الأولى: إعداد قائمة الاستقصاء في صورتها الأولى:

تحقيقاً لأهداف البحث واختبار مدى صحة الفروض قام الباحث بتصميم قائمة استقصاء أعدت خصيصاً لقياس متغيرات الدراسة (دور تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة المتعلقة بأهمية وأولوية تطبيق هذه المبادئ وفق ما يتلائم مع المجتمع المصري في الحد من خسائر المستثمرين الأفراد.

القائمة الأولى : صممت لتوجيهها إلى مسئولى الجهات الرقابية والإشرافية على حوكمة الشركات بمصر وهم : الهيئة العامة للرقابة المالية – وبالأخص إدارة الحوكمة بالهيئة ، ومركز المديرين المصري ، هيئة الاستثمار ، وإدارة البورصة المصرية ، ومسئولى شركة مصر المقاصة.

القائمة الثانية : وصممت لتوجه إلى المتعاملين فى سوق الأوراق المالية من مستثمرين ، والعاملين بشركات السمسرة فى الأوراق المالية ، والمهتمين بالإدارة المالية وأسواق المال .

المبحث الرابع

تحليل نتائج الدراسة الميدانية واختبار الفروض

جدول رقم (٣)

الاحصاء الوصفي لقائمة الاستقصاء (جهات رقابية و اشرافية)

الغناصر	وسط حسابى	انحراف معيارى	معامل الاختلاف	ترتيب
(أ) مفهوم وأهمية حوكمة الشركات فى المجتمع المصرى.	4.44	0.58	13.06	
١- تتوافق معايير ومبادئ حوكمة الشركات المطبقة فى المجتمع المصرى مع المعايير الدولية فى هذه الخصوص	4.74	0.55	11.65	4
٢- توجد أهمية كبيرة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات فى سوق الأوراق المالية فى مصر.	4.74	0.53	11.27	4
٣- تؤثر القوانين الخاصة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل كبير فى أداء الشركات فى مصر.	4.72	0.55	11.61	7
٤- نوعية المعلومات المتاحة والمنشورة عن الأسواق والأوراق المالية كافية لاتخاذ القرار الاستثمارى الرشيد.	4.59	0.79	17.30	١٢
٥- أعضاء مجالس إدارة الشركات المصرية التنفيذيون لديهم إلمام كاف بمفاهيم ومبادئ الحوكمة بما يؤهلهم بإمداد الأفراد ذوى العلاقة بالمعلومات المناسبة لهم.	4.61	0.61	13.18	11

العناصر	وسط حسابى	انحراف معيارى	معامل الاختلاف	ترتيب
٦- أعضاء مجالس إدارة من غير التنفيذيين لديهم إمام كاف بواجباتهم ومسؤولياتهم وفق مبادئ حوكمة الشركات.	4.76	0.52	10.99	1
٧- تسمح متطلبات الإفصاح عن الملكية التي حددها القانون المصري للمساهمين بالحصول على معلومات تفصيلية عن الملاك النهائيين بشكل كاف.	4.03	0.35	8.58	18
(ب) : أهمية وألوية تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة وفق ما يتلاءم مع المجتمع المصري:	3.95	0.69	17.47	
١- تعتبر حوكمة الشركات فلسفة وثقافة عامة للشركات بالتوعية والاقناع وليس بالقوانين والاجراءات الملزمة.	4.35	0.73	16.72	3
٢- يكفى الإفصاح عن الأحداث الجوهرية التي تؤثر على أسهم الشركة لأخذ المستثمر قرار الاستثمار المناسب.	4.28	0.72	16.92	6
٣- تتأثر أسعار الأسهم بجودة المعلومات الواردة بالتقارير المالية الإلكترونية عن التقارير المالية الأخرى.	4.20	0.83	19.65	8
٤- تكون أولوية اعتماد المستثمرين على المعلومات المالية ثم المعلومات غير المالية على الترتيب لتقييم سعر السهم.	4.05	0.69	17.04	12
٥- يشترط للتطبيق الصحيح لمبادئ حوكمة الشركات وجود دائم لقنوات اتصال مباشرة لنشر البيانات والمعلومات الخاصة بالشركة مع ذوى العلاقة.	4.18	0.84	20.10	10
٦- تساهم حوكمة الشركات فى الحد من التلاعب بالتقارير المالية الصادرة عن إدارات الشركات.	4.31	0.74	17.13	4
٧- يمكن لحوكمة الشركات أن تجعل القيمة السوقية للشركة أعلى من غيرها من الشركات .	4.20	0.86	20.48	8

المصدر: من إعداد الباحث من واقع مخرجات برنامج SPSS V25 .

١. يتضح من الجدول رقم (٣) أن عينة الدراسة من الجهات الرقابية والإشرافية تميل الي أهمية (مفهوم وأهمية حوكمة الشركات فى المجتمع المصرى)، وكذلك (دور تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة المتعلقة بأهمية وألوية تطبيق هذه المبادئ وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد).

(٢): الاحصاء الوصفى لقائمة الاستقصاء من وجهة نظر عينة الدراسة (مستثمرين ومهتمين):

ويعرض جدول رقم (٤) الإحصاء الوصفي لقائمة الاستقصاء من وجهة نظر عينة الدراسة (مستثمرين ومهتمين):

جدول رقم (٤)

الإحصاء الوصفي لقائمة الاستقصاء من وجهة نظر عينة الدراسة (مستثمرين)

العناصر	وسط حسابي	انحراف معياري	معامل الاختلاف	ترتيب
(أ) مفهوم وأهمية حوكمة الشركات في المجتمع المصري.	4.28	0.32	7.48	
١- يعتبر مفهوم حوكمة الشركات من وجهة نظرك مفهوماً واضحاً ومعروفاً.	4.03	0.35	8.61	8
٢- توجد أهمية كبيرة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية في مصر.	4.72	0.50	10.68	1
٣- نوعية المعلومات المتاحة والمنشورة عن الأسواق والأوراق المالية كافية لاتخاذ القرار الاستثمار الرشيد.	4.08	0.30	7.42	6
٤- يكفي الإفصاح من جانب إدارة البورصة المصرية عن الشركات التي تقوم بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل سليم عن غيرها من الشركات .	4.60	0.76	16.43	3
٥- يعتبر مفهوم حوكمة الشركات من وجهة نظرك مفهوماً واضحاً ومعروفاً.	4.03	0.35	8.61	8
٦- توجد أهمية كبيرة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية في مصر.	4.72	0.50	10.68	1
(ب) : أهمية وأولوية تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة وفق ما يتلاءم مع المجتمع المصري:	4.68	0.57	12.18	
٧- تعتبر حوكمة الشركات فلسفة وثقافة عامة للشركات بالتنوع والافتتاح وليس بالقوانين والاجراءات الملزمة.	4.69	0.52	11.04	8
٨- يكفي الإفصاح عن الأحداث الجوهرية التي تؤثر على أسهم الشركة لأخذ المستثمر قرار الاستثمار المناسب.	4.66	0.62	13.36	13
٩- المعلومات المطلوبة والمساعدة في اتخاذ القرار يتم الحصول عليها في التوقيتات المناسبة لإتخاذ القرار الإستثماري المناسب.	4.70	0.63	13.31	5

العناصر	وسط حسابى	انحراف معيارى	معامل الاختلاف	ترتيب
١٠- تكون أولوية اعتماد المستثمرين على المعلومات المالية ثم المعلومات غير الماليه على الترتيب لتقييم سعر السهم.	4.70	0.64	13.63	5

المصدر: من إعداد الباحث من واقع مخرجات برنامج SPSS V25 .

يتضح من الجدول رقم (٤) أن عينة الدراسة من المستثمرين والمهتمين تميل الي أهمية (مفهوم وأهمية حوكمة الشركات فى المجتمع المصرى)، وكذلك (دور تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة فى الحد من خسائر المستثمرين الأفراد فى سوق الأوراق المالية). وتميل أيضاً الي تبني (أهمية وألوية تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة وفق ما يتلاءم مع المجتمع المصرى).

٣- الإحصاء الوصفى لترتيب المبادئ التالية من حوكمة الشركات وفق أهمية وألوية التطبيق للمستثمرين الأفراد للحد من خسائرهم من وجهة نظر عينة الدراسة:

يعرض جدول رقم (٥) ترتيب المبادئ التالية من حوكمة الشركات وفق أهمية وألوية التطبيق للمستثمرين الأفراد للحد من خسائرهم من وجهة نظر عينة الدراسة:

جدول رقم (٥)

ترتيب مبادئ حوكمة الشركات وفق أهمية وألوية التطبيق للمستثمرين الأفراد للحد من خسائرهم من وجهة نظر عينة الدراسة

مسلسل	المبادئ المراد ترتيبها	الترتيب		
		جهات رقابية وإشرافية	النسبة %	مستثمرين ومهتمين
١	وجود أساس فعال لحوكمة الشركات.	٢	١٩	٤
٢	ضمان حقوق المساهمين.	١	٢٨	١
٣	المعاملة المتساوية لأصحاب الملكية.	٤	١٥	٢
٤	الإفصاح والشفافية .	٥	١٣	٥
٥	ضمان مسؤوليات مجلس الإدارة .	٦	٩	٦
٦	ضمان متطلبات أصحاب المصالح .	٣	١٦	٣

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من ترتيب مبادئ حوكمة الشركات وفق أهمية وأولوية التطبيق للمستثمرين الأفراد للحد من خسائرهم من وجهة نظر عينة الدراسة الآتي:
اتفاق فئات عينة الدراسة علي أن المبدأ الأول والأهم هو (ضمان حقوق المساهمين) بنسب متقاربة بلغت ٢٨% لفئة (الجهات الرقابية)، و ٣٠% لفئة (المستثمرين والمهتمين).

وكذلك اتفقت فئات الدراسة حول ترتيب كل من المبادئ التالية:
المرتبة الأولى: ضمان حقوق المساهمين.

المرتبة الثالثة: ضمان متطلبات أصحاب المصالح مع الشركة.
المرتبة الخامسة: الإفصاح والشفافية .

المرتبة السادسة: ضمان مسؤوليات مجلس الإدارة.

بينما اختلفوا في ترتيب المرتبة الثانية والرابعة.

وهذا يدل علي الأهمية النسبية لمبدأ (ضمان حقوق المساهمين). كأحد مبادئ الحوكمة ثم يليه (وجود أساس فعال لحوكمة الشركات). ثم (المعاملة المتساوية لأصحاب الملكية). (ضمان متطلبات أصحاب المصالح مع الشركة) (الإفصاح والشفافية) (ضمان مسؤوليات مجلس الإدارة) علي التوالي.

٤): الإحصاء الوصفي للمتغير التابع (الحد من خسائر المستثمرين الأفراد) من وجهة نظر فئات عينة الدراسة:

ويعرض جدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي للمتغير التابع (الحد من خسائر المستثمرين الأفراد) من وجهة نظر عينة الدراسة:

جدول رقم (٦)

الإحصاء الوصفي للمتغير التابع (الحد من خسائر المستثمرين الأفراد) من وجهة نظر عينة الدراسة

أبعاد متغيرات الدراسة	وسط حسابي	ترتيب الآراء	انحراف معياري	معامل الاختلاف	ترتيب التناسق
مستثمرين ومهتمين	4.39	2	0.34	7.74%	2
جهات رقابية وإشرافية	4.42	1	0.32	7.24%	1

المصدر: من إعداد الباحث من واقع مخرجات برنامج SPSS V25

يتضح من الجدول رقم (٦) أن عينة الدراسة من كل من المستثمرين والمهتمين والجهات الرقابية والإشرافية تميل الي أهمية (الحد من خسائر المستثمرين الأفراد)،

المبحث السادس النتائج والتوصيات

أولاً : نتائج اختبار الفروض :

جدول رقم (٧) نتائج اختبار فروض الدراسة

الفرض	نتيجة اختبار الفرض
الفرض الأول لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين آراء فئات المتعاملين بسوق الأوراق المالية بشأن: أ. إدراك قواعد ومبادئ حوكمة الشركات . ب. محددات وعوامل جودة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وفق أولوية ترتيب هذا التطبيق .	وجود علاقة ارتباط معنوية بين جميع أبعاد تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والحد من خسائر المستثمرين الأفراد بسوق المال المصرية ، الأمر الذي يعني : رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.
الفرض الثاني : لا يوجد اتفاق معنوي بين الأطراف ذوى العلاقة بتطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة على أهمية وأولية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى .	يوجد اتفاق معنوي بين الأطراف ذوى العلاقة بتطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة على أهمية وأولية تطبيق هذه المبادئ والقواعد وفق ما يتلائم مع المجتمع المصرى. الأمر الذى يعنى: رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

المصدر : من إعداد الباحث بناء على تحليل نتائج الدراسة الميدانية

ثانياً: نتائج البحث :

بعد عرض نتائج اختبار الفروض فى البند السابق ، فإن الباحث بعد تحليل آراء مفردات عينة الدراسة قد توصل للعديد من النتائج العامة المتعلقة بالدراسة محل البحث يمكن بيانها على النحو التالى :

- ١- يعانى المستثمرون الأفراد فى الأوراق المالية من خسائر كبيرة لأسباب لا تعود إلى الأحداث الجوهرية بالشركات التى يستثمرون فيها .
- ٢- غياب الوعي بأهمية تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات ، والتى تضع إطاراً منضبطاً يحكم أداء الشركات المتداولة بالبورصة المصرية .

- ٣- أن وجود حماية للمستثمرين يعتبر من عوامل استقرار أسعار الأسهم في سوق المال ، وهذا ما يتفق مع ما توصل إليه (Morck , Yeung , and Wayne)
- ٤- أن الحد من خسائر المستثمرين الأفراد يستلزم قوة حقوق المساهمين ، الأمر الذي يعمل على حصولهم على عوائد أكبر وتحملهم لخسائر أقل . ، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه (Johnson and Others)

ثالثاً: التوصيات:

في ضوء ما أسفرت عنه نتائج تحليل آراء مفردات عينة الدراسة ، يمكن للباحث أن يختم هذه الدراسة بتقديم مجموعة من التوصيات مع اقتراح بعض من الآليات التي يراها ملائمة لتفعيل تلك التوصيات ووضعها موضع التنفيذ، ويمكن تلخيص هذه التوصيات وخطوات التطبيق وجهة التنفيذ والمدى الزمني من خلال الجدول رقم (٨) وذلك على النحو التالي :

جدول رقم (٨)

توصيات الدراسة وخطوات التطبيق وجهة التنفيذ

م	التوصية	خطوات التطبيق
١-	نشر الوعي بأهمية متابعة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والحقوق والواجبات المرتبطة بذلك للأطراف ذوى العلاقة.	<ul style="list-style-type: none"> ● تصميم موقع إلكتروني ملحق بموقع البورصة المصرية لتعريف جميع الأطراف ذوى العلاقة بماهية مبادئ حوكمة الشركات . ● عمل ندوات دورية وبصفة شهرية بجميع شركات السمسرة فى الأوراق المالية تحت إشراف الجهات الملزمة بمتابعة تطبيق هذه المبادئ.
٢-	ضرورة الاهتمام بالتطبيق الفعلى لمبادئ حوكمة الشركات كوسيلة لضبط الأداء بالشركات المتعاملة بسوق الأوراق المالية، ولتوضيح العلاقة بين مسئولى مجالس الإدارات والمساهمين والأطراف ذوى العلاقة .	<ul style="list-style-type: none"> ● تهيئة البيئة المناسبة التي تساعد على تطبيق وتفعيل حوكمة الشركات. ● وضع دليل خاص بمعايير حوكمة الشركات يتفق وظروف البيئة الاقتصادية . ● الإستعانة بوكالات إدارية متخصصة تستطيع متابعة التطبيق الرشيد لمبادئ الحوكمة باستقلالية مناسبة .
٣-	الإفصاح الكامل للقوائم المالية ، وكذا لكل العلاقات بين مجالس الإدارة	<ul style="list-style-type: none"> ● نشر هذه العلاقات (اندماج ، تعاقدات ، ...) بمجرد بدء التفاوض بشأنها ولمدة شهر يوميا بعد إقامة هذه

<p>العلاقة:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● عرض رؤية مجالس الإدارة خلال سنة مالية مقبلة على الجمعية العمومية فيما يتعلق بأى مفاوضات محتملة مع أى جهات ذات صلة. 	<p>والمديرين التنفيذيين والأطراف ذوى العلاقة بالشركة أمام المستثمرين الأفراد وخاصة المتعلقة منها بالقرارات التمويلية والتشغيلية.</p>
<ul style="list-style-type: none"> ● استقدام خبراء من الدول المتقدمة فى مجال الحوكمة لعقد دورات وورش بهذا الخصوص. ● ترجمة كل ما يصدر عن الهيئات والمنظمات الدولية من تحديث لآليات تطبيق مبادئ الحوكمة. 	<p>4- الإطلاع على نظم الحوكمة وآليات التطبيق بالبورصات العالمية ، لتطبيق آليات تطبيق الحوكمة فى جمهورية مصر العربية.</p>

المصدر: من إعداد الباحث فى ضوء النتائج المستخلصة من الدراسة

المراجع

أولاً : المراجع العربية

أ. الكتب :

- 1- حمزة محمود الزبيدى ، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للطباعة والنشر ، عمان ، ٢٠٠٤.
- 2- سعد عبدالحميد مطاوع ، إدارة الأسواق المالية والمؤسسات المالية ، دار الشروق للطباعة ، المنصورة ، ٢٠٠٠ .
- 3- طارق عبد العال ، حوكمة الشركات، المفاهيم-المبادئ-التجارب والمتطلبات، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، القاهرة ، ٢٠٠٨ .
- 4- عبد الغفار حنفي ، الاستثمار فى الأوراق المالية : أسهم ، سندات ، وثائق الاستثمارات ، الخيارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٠ .
- 5- محمود صادق بازرع ، بحوث التسويق للتخطيط والرقابة واتخاذ القرارات التسويقية ، مكتبة العويكان – الرياض ١٩٩٦ .
- 6- نظير رياض الشحات ، الأسواق المالية فى ظل العولمة وحوكمة الشركات، دار المغربى للطباعة ، المنصورة ، ٢٠١٢ .
- 7- وفقى السيد الإمام ، البحث العلمى – اعداد مشروع البحث وكتابة التقرير النهائى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع – المنصورة ، ٢٠٠٩ .

ب. الرسائل العلمية:

- 1- السيد خليل رزق محمد ، تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، رسالة دكتوراة ، كلية التجارة – جامعة المنصورة ، ٢٠١٦ .
- 2- أميرة سيد محمد جا الرب ، تأثير الملكية الأجنبية للأسهم على تقلبات معدلات العائد فى السوق المصرى للأوراق المالية ، رسالة دكتوراة ، كلية التجارة – جامعة قناة السويس ، ٢٠١٥ .
- 3- بسام أحمد البيلى ، تأثير خصائص المتعاملين بالبورصة المصرية على فعالية قرارات الاستثمار فى سوق رأس المال – دراسة تطبيقية ، رسالة دكتوراة ، كلية التجارة – جامعة المنصورة ، ٢٠١٣ .

- ٤- محمد فاروق على سباع ، دراسة تحليلية لمحددات معامل صغار المستثمرين في الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة جامعة قناة السويس ، ٢٠٠٤ .
- ٥- محمد عبد الوهاب موسى الجعلي ، أثر حوكمة الشركات على درجة الإفصاح في البيانات المالية وتحقق جودة المعلومات المحاسبية (دراسة حالة- سوق الخرطوم للأوراق المالية)، رسالة دكتوراة غير منشورة ،جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، ٢٠١٠ .

ج. الدوريات العلمية:

- ١- ابراهيم السيد المليجي ، دراسة واختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على فجوة التوقعات في بيئة الممارسة المهنية في مصر ، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٦ .
- ٢- أحمد رجب عبد الملك ، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية- دراسة تحليلية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الإسكندرية العدد رقم (٤٥) ، يناير ٢٠٠٨ .
- ٣- جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية،الملتقى السنوى الأول لسوق رأس المال الفلسطيني،سبتمبر ٢٠٠٧ .
- ٤- فاطمة الزهراء طاهرى ، عيساوى سهام ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة السوق المالى ، الملتقى الوطنى حول حوكمة الشركات للحد من الفساد المالى والإدارى ، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر ، مايو ٢٠١٢ .
- ٥- محمد حسن يوسف ، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر ، ورقة عمل مقدمه لبنك الاستثمار القومى ، ٢٠٠٧ .

ثانياً : المراجع الأجنبية

Conferences Others :

1. Constantine Stephanou, Jean Monnet, Good Governance And Administrative Discretion ,Department of International & European Studies Panteion University, Athens , 2010.
2. David R. Gallagher & Others , Governance through Trading: Institutional Swing Trades and Subsequent Firm Performance , Journal of Financial and Quantitative Analysis vol. 48, no. 2, 2013 .
3. Fawzy, S. , Assessment of Corporate Governance in Egypt, Working Paper No. 82. Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies, April 2003.
4. Inga Chira , The impact of governance characteristics on the stock price of cross listed companies , J Econ Finan : 38:53-70 , 2014 .
5. Jing Yu , Stock Price Informativeness and Corporate Governance: An International Study , International Review of Finance, 11:4, pp. 477-514 , 2011 .

6. Inga Chira, The Impact Of Governance Characteristics On The Stock Price Of Cross Listed Companies, J Econ Finan 38:53–70 DOI 10.1007 ,(2014).
7. Shane A. Johnson , Theodore C. Moorman & Sorin Sorescu , A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices , The Review of Financial Studies / v 22 n 11, 2009 .
8. Steve Fan , Corporate Governance and Information Content of stock trades: evidence from S&p 100 companies , The International Journal of Business and Finance Research , Vol. 7 , 2013 .
9. Vicente Cunat & Others , The Vote Is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value , The Journal of Finance , vol.lxvii, no. 5 • october 2012 .
10. Vicente Cunat, Mireia Gine, And Maria Guadalupe , he Vote Is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value , The Journal of Finance • Vol. lxvii, no. 5 • October 2012.
11. Xavier Giroud and Holger m. Mueller , Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices , The Journal of Finance , vol. Lxvi, no. 2, april 2011 .

ثالثاً : المواقع الإلكترونية :

- <http://www.cipe-arabia.org/news/April2009.htm>-
- http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/home عنوان صفحة منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية :
- <http://www.oecd.org/> عنوان مركز المشروعات الدولية الخاصة:
- <http://www.cipe-arabia.org/> عنوان مؤسسة حوكمة الشركات الاوربية :
- <http://www.cipe-arabia.org/> عنوان مؤسسة حوكمة الشركات الاوربية :
- <http://www.eiod.org> مركز المديرين المصرى
- <http://www.efsa.gov.eg> الهيئة العامة للرقابة المالية :