

قياس الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية

د. إيهاب الدسوقي

ورقة عمل رقم (١٧٥)

نوفمبر ٢٠١٣

* د. إيهاب الدسوقي هو أستاذ الاقتصاد المساعد ورئيس قسم الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية.

الملخص

يؤدي توافر الشفافية والإفصاح في البورصة إلى نجاح آليات السوق في القيام بمهامها، بينما غياب أو نقص المعلومات يمكن أن يؤدي إلى ردود أفعال مخالفة للرشد الاقتصادي في السوق، ومن ثم إلى انخفاض الكفاءة الاقتصادية مما يهدد تطور الاقتصاد ونموه. وفي هذا السياق، تناقش هذه الدراسة إطارا نظريا يوضح أهمية ودور الشفافية والإفصاح في البورصة، وتطور الإطار الحاكم لهما، بالإضافة إلى قياس مستوى الشفافية لعينة ممثلة من الشركات المصرية وفقا لمعايير الشفافية في التشريعات المصرية. واعتمدت الدراسة في ذلك على منهج استقرائي وإحصائي واستمارات استبيان للوقوف على درجة الشفافية في البورصة؛ وذلك من خلال انتقاء عينة تضم جميع شركات مؤشر EGX30 والذي يضم أنشط ٣٠ شركة في البورصة المصرية بغية قياس درجة الإفصاح والشفافية في العينة.

Abstract

Transparency and disclosure in the stock market is an important prerequisite for the proper functioning of market forces. Absent or insufficient information may lead to responses that do not reflect the principles of economic rationality, thus causing economic inefficiency and threatening economic growth. In this context, the paper addresses the importance and role of transparency and disclosure in the Egyptian Stock Exchange, relying on an inductive and statistical approach in addition to questionnaires that elicit firm views regarding transparency and disclosure in the stock market. Transparency and disclosure are measured for a representative sample of Egyptian companies in accordance with relevant legislations; the sample involved all firms comprising EGX30, which includes the 30 most active firms in the Egyptian Stock Exchange.

تصنيف JEL: G1, G3, G11, E44

الكلمات الدلالية: سوق الأوراق المالية، الشفافية والإفصاح، المخاطر، شركات الوساطة المالية، تخصيص الموارد، مؤشر البورصة، كفاءة البورصة، درجة التذبذب، التحليل الأساسي، التحليل الفني

مقدمة

يعد توافر الشفافية والإفصاح أحد الأركان الأساسية لنظام اقتصاد السوق وتفاعل آلياته بكفاءة، حيث توجد علاقة وثيقة الصلة بين مدى توافر المعلومات وبين اتباع الأفراد لسلوك اقتصادي رشيد يعمل على زيادة الكفاءة الاقتصادية في المجتمع، ذلك لأن المعلومات هي الوسيلة الأساسية لاتخاذ القرارات على أسس اقتصادية سليمة سواء من جانب المنتج أو المستهلك أو الحكومة.

كما تعتبر الشفافية والإفصاح جوهر سيادة المنافسة في السوق، ولذا فإن غياب أو نقص المعلومات يمكن أن يؤدي إلى ردود أفعال في السوق مخالفة للرشد الاقتصادي وبالتالي تنخفض الكفاءة الاقتصادية مما يهدد تطور الاقتصاد ونموه. ويؤدي توافر الشفافية والإفصاح لجميع الأطراف إلى نجاح آليات السوق في القيام بمهامها. وتزداد أهمية الشفافية في البورصة تحديداً، حيث تشير الأدبيات الاقتصادية إلى تعريف كفاءة سوق رأس المال على أساس أن سعر الورقة المالية يعكس كافة المعلومات المتاحة.

إن المعلومات مثل النور تضيء حياة الشعوب وتوسع المدارك، وترسخ قواعد التحديث، ومن المؤكد أن توفير وتوسيع القاعدة المعلوماتية في مصر يساعد على تغيير هيكل وأداء الاقتصاد المصري بما فيها كفاءة البورصة بما يدفعه نحو تحقيق التقدم المنشود.

وتكمن مشكلة البحث في انخفاض مستوى ونوعية توافر الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية، حيث تتمثل أهم ملامح ذلك فيما يلي:

- عدم التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية وفقاً للقواعد التي تضعها هيئة الرقابة المالية أو البورصة المصرية. وعدم قيام الهيئة الرقابية بتطبيق العقوبات على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح بالحسم الكافي خوفاً من الإضرار بالمساهمين.
- انخفاض مدى الإفصاح والشفافية في البورصة المصرية عن البورصات المتقدمة، نظراً لأن البورصة المصرية من البورصات الناشئة مما يُعد عائقاً أمام الوصول لدرجة أعلى من الكفاءة التخصيصية.
- إن عدم الاهتمام بزيادة الشفافية وقياسها للوقوف على مدى تطورها يعني عدم المعرفة الدقيقة بفرص الاستثمار المتاحة والتقييم الدقيق للمخاطر والعائد وفقاً لكل نشاط. كما يعني ذلك عدم التمييز بين القطاعات والأنشطة التي تتمتع بمزايا نسبية عن غيرها، ومن ثم التخلص من المخاطر غير المنتظمة، وتخفيض المخاطر المنتظمة.
- البطء في نشر المعلومات في بعض الأحيان، مما يتيح الفرصة لظهور المعلومات الداخلية.
- شيوع ظاهرة سرية المعلومات المتوارثة من فترات الانغلاق الاقتصادي مما خلق نمطا عاما لدى مختلف المستويات الإدارية بعدم نشر البيانات التي ليس لها أدنى علاقة بالأمن القومي. ويظهر ذلك في

عدم التزام بعض الشركات المسجلة في البورصة بنشر ميزانياتها وفقا للقانون وهو أدنى حد للشفافية في البورصة، إذ يعتقد البعض أن الشفافية تقلل من قدرة الشركة على المنافسة وهو عكس النظرية الاقتصادية تماما.

وبناء على ما تقدم من بعض الملامح الرئيسية لمشكلة الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية، تظهر الحاجة لوجود دراسات تطبيقية تقيس درجة الشفافية في البورصة المصرية، والوقوف على أسباب المشكلة وسبل العلاج.

هدف البحث

- ١- تقديم إطار نظري يوضح أهمية ودور الشفافية والإفصاح في البورصة؛
- ٢- تطور الإطار الحاكم للشفافية والإفصاح في البورصة المصرية؛
- ٣- قياس درجة الشفافية لعينة معبرة من الشركات المصرية وفقا لمعايير الشفافية في التشريعات المصرية.

أهمية البحث

- ١- تحليل الشفافية والإفصاح التي تعد الأساس الاقتصادي الرئيسي في تحقيق كفاءة البورصة، حيث تؤدي زيادة درجة الشفافية إلى ارتفاع كفاءة البورصة، مما ينعكس على التخصيص الأمثل للموارد في المجتمع ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي؛
- ٢- توافر الشفافية والإفصاح هو الأساس في اتخاذ القرارات الاستثمارية سواء للشركات أو للمتعاملين في البورصة. ولذا من المهم إتاحة المعلومات بشكل سريع ودقيق وبتكلفة منخفضة، حيث إن عدم توافر خصائص الشفافية يقلل من أهمية المعلومات المتاحة؛
- ٣- المعرفة الدقيقة لمدى الشفافية في البورصة المصرية يمكن أن تساهم في الضغط والعمل على توفير المزيد من الشفافية بالكم والكيفية المطلوبين لتحقيق كفاءة البورصة.

المنهجية

يعتمد البحث على المنهج الاستقرائي والإحصائي والاستبيان، حيث يستعرض البحث في الجزء النظري الدراسات السابقة والإطار النظري. بينما يعتمد في الجزء التطبيقي على دراسة ميدانية قائمة على استمارات استبيان لغالبية شركات السمسرة للوقوف على درجة الشفافية في البورصة من خلال انتقاء عينة من الشركات تضم كل الشركات الثلاثين في مؤشر EGX30 الذي يضم أنشط ٣٠ شركة في البورصة المصرية، وذلك لقياس درجة الإفصاح والشفافية في الشركات التي تضمها العينة.

وتعتمد عملية القياس على عناصر الشفافية الثلاثة التي تتضمنها التشريعات المصرية للشركات المسجلة في البورصة المصرية، حيث يتم رصد درجة لمدى توافر كل عنصر من عناصر الشفافية لكل شركة، ثم تُجمع

الدرجات لجميع الشركات وفقا لكل عنصر وبالتالي تحديد نسبة مئوية معينة في مدى توفير الشركات للشفافية والإفصاح في كل عنصر واستنتاج المتوسط العام للشفافية لتحديد درجة كلية لدرجة الشفافية في البورصة المصرية. كما تقوم الدراسة بقياس الشفافية لكل قطاع. ويعتمد رصد الدرجات على أسلوب استمارات الاستقصاء من خلال سؤال رؤساء شركات الوساطة المالية في البورصة المصرية باعتبارها مؤسسات محايدة بين المستثمر والشركات، فضلا عن المتابعة الدقيقة للمعلومات في البورصة المصرية وذلك في عام ٢٠١٢. ويتم رصد الدرجات في الاستمارة من ٠ وحتى ٤ كالآتي: ٠=لا يوجد، ١=ضعيف، ٢=جيد، ٣=جيد جدا، ٤=ممتاز. كما يُستخدم الأسلوب الرياضي لتحديد درجة معنوية النسب.

خطة البحث

ينقسم البحث إلى أربعة أقسام بالإضافة إلى المقدمة. حيث يتناول القسم الأول الإطار النظري للشفافية والإفصاح، بينما يوضح القسم الثاني تطور الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية، بعدها يقيس القسم الثالث درجة الشفافية لعينة من الشركات. ويتضمن القسم الرابع الخاتمة وبعض التوصيات.

أولا: الإطار النظري للشفافية والإفصاح

تعد الشفافية والإفصاح أساس اتخاذ القرار الاستثماري سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، وتعتبر الشفافية النظام والقاعدة والإجراءات التي تنظم وتتيح الإفصاح عن المعلومات. وتعكس الشفافية القواعد المؤسسية أما الإفصاح فيمثل المعلومات التي يتم نشرها. وتمثل الشفافية حصول المواطن على كافة حقوقه في المشاركة والتأثير في عملية صنع القرار من خلال حصوله على المعلومات. ويمكن تقسيم الإفصاح على المستويين الكلي والجزئي إلى ثلاثة أنواع هي: الإفصاح الشامل، والإفصاح الوقائي، والإفصاح التثقيفي أو الإعلامي. وقد عرّف (Kopits and Craig (1998) الشفافية بأنها "قيام الحكومة بنشر معلومات عن السياسة المالية وقطاع الأعمال والخطط المستقبلية وكذلك التكلفة والعائد للأنشطة الحكومية والتوقعات المستقبلية".

وعلى المستوى الكلي يتوقف قيام الحكومة بإدارة السياسات الاقتصادية على مدى توافر المعلومات الدقيقة، لأن السياسة الاقتصادية المثلى تعني قدرة الإجراءات التي تتخذها الحكومة على تحقيق الأهداف التي تعظم من المصالح العامة في المجتمع. وتنحصر الإجراءات التي تتخذها الحكومة في إجراءات نوعية تهدف إلى تغيير بعض القواعد والقوانين الاقتصادية، وإجراءات كمية تتمثل في العمل على تغيير بعض الأهداف الاقتصادية مثل زيادة حجم الاستثمار ومعدل النمو. ومن الواضح أن عدم توافر المعلومات الدقيقة يعني على الفور اتخاذ إجراءات اقتصادية تحول دون تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي. ولذلك أصبحت المعلومات أساس بناء المجتمعات الحديثة وجزءا أساسيا من المداخل الحديثة في التنمية الاقتصادية. وتقدر الدراسات أن أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية يستند إلى إنتاج المعرفة وتوزيعها.

كما يؤدي توافر المعلومات إلى تعريف المستهلك بظروف السوق وتوسيع القاعدة المعرفية بالمجتمع وإنماء أذواق المستهلك، وبالتالي تنعكس سيادة المنافسة على اتساع دائرة الاختيار أمام المستهلك. ومن المؤكد أن اتساع وزيادة الاختيار أمام المستهلك يعني تحسنا في نوعية الحياة للمستهلك في حد ذاته. وينعكس ذلك على سيادة وتحكم المستهلك في حجم ونوع الإنتاج مما يؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد وزيادة معدلات النمو الاقتصادي (Schultz 2002).

وتتصافر المعلومات المحلية والعالمية في سيادة التنافسية مما يؤدي إلى وجود قوة ضاغطة ومحفزة ودافعة إلى تطوير النظم الإنتاجية وإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية والعمل على الابتكار والإبداع، فضلا عن الكشف عن فرص الاستثمار المتاحة وتقييم المخاطر والعائد للأنشطة المختلفة والتفرقة بين القطاعات والأنشطة التي تتمتع بمزايا نسبية عن غيرها، ومن ثم زيادة القدرة على تجنب الأزمات وتوقعها قبل حدوثها والتخلص من المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التخلص منها، وتخفيض المخاطر المنتظمة. وكلما زادت وتوافرت المعلومات والتحليلات أدى ذلك إلى إمكانية وجود أجهزة إنذار تستطيع أن تتوقع الأزمات والتعامل معها.

وعلى المستوى الجزئي، ساهم في زيادة الحاجة للشفافية والإفصاح انفصال الملكية عن الإدارة ومن ثم باتت الشفافية حقا أصيلا لأصحاب الملكية ورأس المال. ويؤدي توافر المعلومات أمام جميع الأطراف إلى نجاح آليات السوق في القيام بمهامها. فالمنتج يتخذ القرار بناء على تحليل مؤشرات البيئة الاقتصادية مثل الدخل القومي وسعر الفائدة وحجم الطلب سواء في الوقت الحاضر أو في المستقبل إلى جانب المؤشرات القطاعية الخاصة بالصناعة التي ينتمي إليها المشروع مثل معدل الربحية ونموها. كما يحتاج المستثمر إلى معلومات عن الظروف والتطورات العالمية في ظل التغيرات الهائلة في تكنولوجيا الاتصال والمعلومات، والانفتاح الاقتصادي بين دول العالم التي تجعل كل دولة تتأثر بما يحدث في الدول الأخرى. ويتأثر التحليل الدقيق بالمعلومات لأن المغالطة في نقل المعلومات تؤدي إلى انعدام المصدقية في مصادر المعلومات وعدم جدوى القرارات.

ويتأثر توافر الإفصاح بمدى وجود تشريعات ملزمة للمنشآت، والالتزام بتطبيق القانون، ودرجة تطور وكفاءة سوق رأس المال، وكذلك مدى تطور الشركات المساهمة ووعي المساهمين الذي يضغط لمزيد من الشفافية والإفصاح لأنه يحقق مصلحة المساهمين والمنشأة في نفس الوقت. ويُشترط في الإفصاح أن يتسم بالسرعة والدقة وانخفاض التكلفة. وترتبط زيادة الإفصاح على المستوى الكلي ارتباطا معنويا وقويا بزيادة الإفصاح على المستوى الجزئي.

وتتمثل مستويات الإفصاح بالنسبة للمؤسسات فيما يلي (Hameed 2005):

الإفصاح الكافي: يشير إلى الحد الأدنى من المعلومات الواجب الإفصاح عنها والتي يجب أن تتضمنه القوائم المالية حتى لا تكون مضللة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

الإفصاح العادل: يقدم المعلومات التي تفي باحتياجات الأطراف المعنية بطريقة تضمن معاملة متساوية لجميع المستخدمين، وهو ما يؤدي أيضا للمنافسة العادلة (WEF 2012).

الإفصاح الكامل: تحتوي القوائم المالية على المعلومات الكاملة لتوضيح كافة الحقائق، وتمكن من توضيح صورة واضحة عن المؤسسة إلى جانب توفير المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي.

وتتوقف درجة الإفصاح والشفافية على القوانين والنشريات السائدة بالإضافة إلى الممارسات العملية ومدى التزام المؤسسات بالقوانين التي ترتبط بمدى قيام هيئات الرقابة المالية بتطبيق القانون وعقاب الشركات غير الملتزمة. كما أن توافر المعلومات لا بد أن يتسم بالدقة والسرعة والتكلفة المنخفضة (World Bank 2012).

وقد ظهرت نماذج عديدة تفصح عن معلومات متكاملة سواء مالية أو اقتصادية متنوعة، منها :

أ- نموذج الإفصاح المالي (ROSCs): يصدره صندوق النقد الدولي وهو كود للإفصاح المالي للمعلومات الجيدة يغطي أربع مجموعات من ممارسات الشفافية المالية، وهي: ضمانات البيانات، والموازنة على المدى المتوسط، وتقارير التنفيذ للموازنة، والكشف عن المخاطر المالية (Hameed 2005).

ب- مؤشر الحوكمة: ظهرت مبادئ الحوكمة من خلال منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، حيث أصدرت هذه المنظمة في عام ١٩٩٩ خمسة مبادئ لمعايير تقييم الحوكمة. وفي عام ٢٠٠٢ دعا الاجتماع الوزاري للمنظمة لتقييم المبادئ الصادرة في عام ١٩٩٩ وتحديث وتطوير هذه المبادئ، وقد شارك في عملية التقييم مؤسسات عديدة مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية. وأصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام ٢٠٠٤ المبادئ الحديثة للحوكمة التي تتضمن الإفصاح والشفافية إلى جانب حقوق المساهمين، والمعاملة المتساوية لهم، ودور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة، ومسؤوليات مجلس الإدارة.

ج- ومؤشر المكتب القومي للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي يقدم ثلاثة أنواع من المؤشرات وهي المؤشرات السابقة للأحداث، والمؤشرات المواكبة، والمؤشرات اللاحقة. وتضم المؤشرات السابقة للأحداث مؤشرات عديدة من أهمها عدد الشركات الجديدة، ومؤشر تصاريح البناء، والأوامر الجديدة للسلع الاستهلاكية، ونسبة التغير في الأصول السائلة، وتطور المبيعات، واستيراد الآلات، وتوازن الطلب والعرض على النقود. أما المؤشرات المواكبة للأحداث فتضم مؤشرات الإنتاج الصناعي، والمبيعات الصناعية والتجارية، ودخل الفرد. وتضم أهم المؤشرات اللاحقة تطور المخزون الصناعي والتجاري، ومتوسط البقاء في العمل، وتكلفة العمالة للوحدة المنتجة، وحجم القروض للصناعة والتجارة، ومعدل التغير في الفائدة على القروض.

أهمية الشفافية والإفصاح

وتكمن أهمية الشفافية والإفصاح في توفير القدرة على التنبؤ والعدالة وخلق فرص متساوية للمستثمر مما يدعم مناخ الاستثمار الإيجابي. وتتمثل أهمية الشفافية في أنها تعمل على زيادة المعلومات التي تؤدي لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، حيث إن عدم توفر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع خاطئ من حيث اتخاذ قرارات غير رشيدة. كذلك عدم توفر هذه المعلومات يؤدي إلى ارتفاع وهمي في الأسعار وزيادة المضاربة وبالتالي خلق نوع من التقلبات التي يمكن أن تؤدي إلى فوضى في أداء السوق. وبالتالي يمكن القول إن الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات حتى لا تتاح الفرصة أمام بعض السماسرة المضاربين للحصول على معلومات غير متاحة للآخرين. ويمكن تحديد أهم مزايا الشفافية والإفصاح فيما يلي:

- توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية بدقة،
- تقليل درجة التقلب في أسعار الأوراق المالية لضمان الاستقرار المالي،
- جعل استجابة المشاركين في السوق للأخبار إيجابية، مما يقترب بالسعر إلى السعر الحقيقي الذي يعكس مستقبل المؤسسة.
- المساعدة على التوقع بناء على معلومات حقيقية.
- العمل على القضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information.
- الحد من ميل الأسواق للتركيز على عدد قليل من الشركات المسجلة في البورصة.

كما انتشر ما يُسمى بالهندسة المالية Financial Engineering، وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحاسبات التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا، من أجل تقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم على قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ للأصول المالية، وأصبح المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاعت بينهم مصطلحات مثل بيتا وجاما وسيجما وما شابه ذلك. ولا يمكن الاعتماد على نتائج هذه الصيغ إذا كانت المعلومات المتاحة غير صحيحة أو لا تتسم بالشفافية.

وتساهم قواعد الشفافية في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها. كما أن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو ضرورة إتاحتها لجموع المتعاملين في البورصة بصورة متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز مثلما يحدث في البورصة الألمانية، بحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع. كما أن ضخامة الآثار المالية التي تترتب على أي تغيير ولو بسيط في مؤشر البورصة يمكن أن تنعكس على القطاع الحقيقي في المجتمع. فكل أزمة مالية غالبا ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار

الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وحالات الانهيار الاقتصادي، لذا فمن الضروري الالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح (Frankel 2005).

وتُعزى أزمات الأسواق إلى أسباب متعددة من أهمها انخفاض الشفافية والإفصاح إلى جانب سوء الاختيار والمخاطر ونزوح الأموال للخارج. ويصبح السوق غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية، وينشأ العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يُعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" Bubble. حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، ويكون الارتفاع غير مبرر (Mishkan 2000). وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل والأوراق المالية مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى. وهو ما يبرز أهمية الشفافية والإفصاح التي تعمل على خفض فرص الأزمات المالية لأن القرار يكون بناء على معلومات.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات "Game Theory" تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية" "Coordination Games". إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو اللعبة الاقتصادية (المضاربون والمستثمرون وغيرهم). فقد يتخذ المستثمر القرار في كثير من الأحيان بناء على تصرف الآخرين أو التوقعات بما سوف يتخذونه. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، وحينئذ تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان" ذلك السلوك. وعلى سبيل المثال، فإن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعليا.

كما أدت سياسات الكبح المالي إلى اتجاه كل من ماكينون وشو في عام ١٩٧٣ وعدد من الاقتصاديين إلى التأكيد على أن هذه السياسات قد تسببت في تدني مستمر لكفاءة الوساطة المالية وفي تشويه أسواق المال بما يتطلب إصلاح الأمر عن طريق سياسات التحرير المالي. حيث تستهدف هذه السياسات إزالة كافة أدوات الكبح المالي التي دأبت الدول النامية على اتباعها، بما يؤدي إلى تحقيق التنمية المالية وزيادة المدخرات وتحسن حجم ونوعية الاستثمار ومن ثم دفع معدلات النمو الاقتصادي. ويتضح ذلك في الإطار العام النظري لنماذج مدرسة ستانفورد والاجتهادات النظرية المطورة لها والتي تحاول أن تُظهر وجود علاقة إيجابية سببية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي، وهو ما يتطلب مزيدا من الإفصاح والشفافية كشرط ضروري.

الدراسات السابقة

أكد معظم الدراسات التطبيقية والنظرية على أهمية الشفافية في زيادة كفاءة أسواق المال والشركات مما يؤدي لتحسين كفاءة تخصيص الموارد وزيادة النمو الاقتصادي. كما أثبتت انخفاض مستوى الفساد والاحتيال في المجتمع مع زيادة مستوى الشفافية.

وتشير دراسة (Hameed 2005) الصادرة عن صندوق النقد الدولي عن الشفافية المالية والنتائج الاقتصادية إلى وجود علاقة بين الشفافية والأداء الاقتصادي، حيث توصلت إلى أن الدول التي تتسم بشفافية أكبر تتفوق في معدل النمو الاقتصادي (Hameed 2005). كما أكدت على أن الدول الأكثر شفافية هي الأقل فسادا وتتمتع بتقييم ائتماني أفضل. وطرح البحث مؤشرات الشفافية المالية وفقا لقواعد صندوق النقد الدولي للممارسات السليمة المستمدة من النماذج التي تم نشرها عن الشفافية المالية في التقارير الخاصة "بالتقيد بالمعايير والقواعد" Report on the Observance of Standards and Codes (ROSCs). وتغطي المؤشرات أربع مجموعات من الممارسات الخاصة بالشفافية المالية، وهي: ضمان البيانات، ووضع الميزانيات متوسطة الأجل، وتقارير تنفيذ الميزانية، والإعلان عن المخاطر المالية.

وناقش (Popa, Blidi El, and Bogdan 2009) موضوع الشفافية بالتطبيق على رومانيا كدولة من الدول النامية التي بدأت في تطبيق حوكمة الشركات. ويُعتبر هذا أمرا بالغ الأهمية لنشاط سوق رأس المال وكفاءته. وقد تم التركيز على الشركات التي تعمل في بورصة بوخاريسست للكشف عن المعلومات الخاصة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات. وأثبتت النتائج أن الإفصاح الخاص بمعلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات يعتبر ضعيفا وغير متضمن في التقارير السنوية للشركات مما يضعف من كفاءة سوق رأس المال.

وركز بحث (Bouvard, Chaigneau and de Motta 2012) على نظرية الشفافية المثلى خاصة في النظام المالي الذي تتعرض فيه المؤسسات المالية لمخاطر المديونية، حيث يشير البحث إلى أن الشفافية من شأنها أن تعزز استقرار النظام المالي، خاصة خلال الأزمات. ويتوقف المستوى الأمثل للشفافية على حالة اقتصاد الدولة وزيادة الشفافية المؤسسية.

وقامت دراسة (Mendonça, Galvão, and Loures 2010) بتناول الاختلاف بين مدى تأثير الدول بأزمة الرهن العقاري ودور الشفافية في تخفيف حدة الأزمة. واعتمدت على مؤشر الشفافية "Regulation and Transparency Index (RTI)" للمقارنة بين ٣٧ دولة، ومؤشر البورصة في الاقتصادات المتقدمة، واقتصادات الدول حديثة التصنيع، والاقتصادات النامية. وعلاوة على ذلك، أشارت نتائج تحليل انضباط السوق لحالة البرازيل إلى أن هناك علاقة ارتباط بين ارتفاع مستوى التنظيم والشفافية وتحقيق عائد أعلى وبين انخفاض التقلبات في البورصة وذلك خلال أزمة الرهن العقاري. بالإضافة إلى ذلك، يرجع نجاح الحالة البرازيلية في مواجهة الأزمة

إلى المزج بين القواعد القوية للنظام المالي وانضباط السوق. وتعد الشفافية أحد الركائز الأساسية للنظام المالي القوي والمنضبط.

وقام (Mollgaard and Overgaard 2001) باستعراض الدراسات التي تناقش تأثير الشفافية على السوق والمنافسة. حيث أوضح البحث أن تحسن الشفافية يعمل على الكشف عن الانحرافات والاتفاقات بين الشركات التي تسعى للاحتكار، علماً بأن خصائص السوق هي التي تحدد المنافسة.

ثانياً: تطور الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية

يتناول هذا القسم تطور الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية من خلال محورين هما دراسة القوانين والقرارات المتعلقة بالإفصاح والشفافية، وتقييم مدى تطبيقها في البورصة المصرية.

دراسة تطور القوانين والقرارات المتعلقة بالإفصاح والشفافية في البورصة المصرية

يلزم قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته الشركات بالإفصاح عن قوائمها المالية خلال فترة لا تتجاوز ٩٠ يوماً للقوائم السنوية و٤٥ يوماً للقوائم ربع السنوية وذلك من انتهاء الفترة المالية. ومنذ صدور قانون سوق المال صدرت عدة قوانين وقرارات لتعزيز الشفافية يمكن إيجازها فيما يلي (وزارة التجارة والصناعة ٢٠١٠).

- قرار وزير الاستثمار رقم ٢٤٣ لعام ٢٠٠٦ بشأن إصدار معايير المحاسبة المصرية الجديدة المتوافقة مع معايير المحاسبة الدولية.
- قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، بشأن عروض الشراء بقصد الاستحواذ بهدف إرساء الشفافية الكاملة، وحظر التلاعب في أسعار الأسهم واستغلال المعلومات الداخلية، ومراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية والمستثمرين بالنسبة إلى المعلومات المتاحة والفرص المناسبة والتوقيت الملائم.
- صدور قانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨ لإنشاء سجل خاص بمراقبي الحسابات الذين يجوز لهم مراقبة ومراجعة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.
- قرار وزير الاستثمار رقم ١٦٦ لسنة ٢٠٠٨ باعتماد المعايير المصرية للمراجعة والفحص، للعمل بها لدى مراجعة القوائم المالية السنوية، أو فحص القوائم المالية ربع السنوية للشركات المساهمة الخاضعة لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
- أصدر مجلس إدارة الهيئة في ٢١ فبراير ٢٠١٢ قراراً بتعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية، ويقضي هذا القرار بإلزام الشركات المقيدة بالبورصة بإنشاء موقع إلكتروني لكل منها لنشر القوائم

المالية السنوية والدورية والإيضاحات المتممة لها وتقارير مراقبي الحسابات وغيرها من البيانات والمعلومات التي تحددها إدارة البورصة. ويتضمن القرار مهلة للشركات للالتزام بإنشاء الموقع الإلكتروني تنتهي في نهاية شهر مارس من عام ٢٠١٣. وجدير بالذكر أن نشر المعلومات المالية وغير المالية من خلال الموقع الإلكتروني للشركة لا يعفي الشركة من المسؤولية القانونية لإرسال هذه الإفصاحات خلال الفترات القانونية المحددة.

ويقترن بتدعيم الإفصاح والشفافية ما تم تطبيقه بخصوص الشفافية في إطار تطبيق الحوكمة، وذلك منذ صدور القرار رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية حيث ألزمت البورصة المصرية الشركات بتطبيق الحوكمة وأصبحت شرطا من شروط القيد والشطب. وتمثل مبادئ الحوكمة في جوهرها مجموعة من القواعد لتحقيق الشفافية والعدالة والمساواة بين المستثمرين (OECD 2004). وينصرف مفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance إلى القواعد القانونية والمؤسسية التي تحكم العلاقة بين إدارة المنشأة من ناحية، وحملة الأسهم والأطراف المرتبطة بالمنشأة مثل المستهلكين والموردين والعمال وحملة السندات من ناحية أخرى. ومن أهم المبادئ التي نصت عليها ما يلي:

• التزامات عامة:

- تلتزم الشركة بإخطار البورصة بأي أحداث هامة.
- تلتزم الشركة بالرقابة الداخلية التي تحول دون تسرب المعلومات الداخلية.
- الالتزام بإعداد القوائم المالية وفقا لمعايير المحاسبة المصرية والمتوافقة مع المعايير الدولية.
- موافاة الهيئة بهيكل المساهمين وتشكيل مجلس الإدارة.

• التزامات خاصة بالجمعيات العمومية:

- موافاة الهيئة بمحاضر الجمعيات العامة خلال ١٠ أيام من الانعقاد.
- يلتزم رئيس مجلس الإدارة بدعوة الجمعية العمومية للتصديق على القوائم المالية فور اعتمادها خلال ٣ أشهر من تاريخ السنة المالية.
- تلتزم الشركة بموافاة الهيئة ببيان عن توزيعات الأرباح قبل الصرف بخمسة أيام.

• التزامات خاصة بأسهم الخزينة:

- أخذ موافقة الجمعية العمومية وإخطار الهيئة.
- التزامات خاصة بالإفصاحات الخاصة بتعاملات الداخلين.
- على الداخلين إخطار الهيئة بأي عمليات على أسهم شركتهم قبل التنفيذ والحصول على الموافقة.

• التزامات خاصة بالقوائم المالية:

- موافاة الهيئة بالقوائم السنوية خلال ٩٠ يوما على الأكثر من نهاية السنة المالية. وكذلك القوائم ربع السنوية خلال فترة ٤٥ يوما على الأكثر من نهاية الفترة.

ومن ناحية أخرى، تم العمل على الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم وذلك طبقا لقانون القيد والإيداع المركزي، حيث يُعد في شركة المقاصة سجل لقيود بيانات الملاك المستفيدين والتي تحصل عليها الشركة من الملاك المسجلين، ولا يجوز الاطلاع على هذا السجل لغير مصدري الأوراق المالية والجهات التي يصرح لها بذلك وفي حدود ما يخصها من بيانات السجل. ويجب عرض هذا السجل على اجتماع الجمعية العامة السنوية، ويحق للمساهمين مراجعة محضر اجتماع الجمعية السنوية والذي يتضمن ملحقا بأسماء جميع الملاك المسجلين وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم، وتتاح هذه المعلومات أيضا في هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال بالهيئة العامة للاستثمار والشركات القابضة.

كما قامت الهيئة بمطالبة الشركات بإصدار دليل قراءة القوائم المالية، ويتضمن كيفية قراءة المستثمر تلك القوائم وفهم النسب المحاسبية. وكذلك إصدار دليل للمستثمر يشمل معرفة قراءة القوائم المالية والمعلومات ومصادرها، وملخص لقواعد وآليات التداول بالبورصة المصرية.

تقييم القوانين ومدى تطبيقها في البورصة المصرية

من ناحية تقييم القوانين، يمكن إبراز أهم المزايا والعيوب من خلال جدول (١) الذي يوضح أهم مجالات القوة والضعف في القوانين والقرارات المختلفة للإفصاح والشفافية.

جدول ١: مجالات القوة والضعف في قوانين وقرارات الإفصاح بالبورصة المصرية

| مجالات الضعف | مجالات القوة |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - تعد فترة الإفصاح التي تصل إلى ٩٠ يوما للقوائم السنوية و٤٥ يوما للربع سنوية فترة طويلة نسبيا تمكن من تسريب المعلومات، وغالبا لا تزيد هذه الفترة عن ٣٠ يوما في أغلب الأسواق وتصل في البعض منها إلى ١٥ يوما فقط. - ضالة عقوبات تأخير إرسال القوائم المالية حتى بعد مضاعفتها في عام ٢٠٠٨ حيث لا تتجاوز ٣٠ ألف جنيه، وهو مبلغ يمكن أن تدفعه الشركة من عائد الاستعادة من عدم الإفصاح. - قصر المعلومات على القوائم المالية والأحداث الجوهرية وبدون تحليل. - عدم إلزام الشركات بنشر معلومات عن أداء الشركة الاقتصادي والفني. - عدم إلزام الشركات بنشر معلومات مستقبلية عن الخطط المزمع تنفيذها أو توقعات مبنية على معلومات وأسلوب علمي واضح. - يتم قطع معظم الالتزامات بقرارات وليس بقوانين وبالطبع فإن درجة الإلزام بالقانون أقوى وتتسم بالاستمرارية. | <ul style="list-style-type: none"> - إلزام الشركات بالإفصاح والشفافية وتوقيع غرامات على المخالفين. - إلزام الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة. - فرض غرامات مالية وليست جنائية على المخالفين. - إلزام الشركات بوضع القوائم على موقع إلكتروني. |

المصدر: من إعداد الباحث.

ومن الواضح من جدول (١) أن مجالات الضعف في القوانين والقرارات الخاصة بالإفصاح والشفافية أكبر من حيث العدد وكذلك من ناحية المضمون. ويؤدي ذلك إلى ثغرات في التزام الشركات بالشفافية وهو ما يؤثر على درجة كفاءة البورصة واتخاذ القرارات الاستثمارية (Azab 2002). ويؤدي كذلك إلى ارتفاع درجة التقلب في أسعار الأوراق المالية في البورصة المصرية وارتفاع أسعار الأسهم لشركات خاسرة بينما تنخفض أسعار الأسهم لشركات رابحة ومستقبلها واعد.

كما أن مقارنة القوانين والقرارات الخاصة بالإفصاح والشفافية في البورصة المصرية مع الدول المتقدمة أو الأسواق الناشئة تبرز بعض الاختلافات الجوهرية التي يمكن أن تفسر الاختلاف في درجات الشفافية بين الدول المتقدمة ومصر. ويمكن إبراز أهم أوجه الاختلاف فيما يلي:

- ارتفاع مستوى العقوبات على المخالفين سواء من ناحية قيمة الغرامة أو نوعية العقوبة. كما تذهب العقوبات في بعض الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية إلى عقوبات سالبة للحريات وتعد من الجرائم المخلة بالشرف.
- اتساع حجم المعلومات المطلوب الإفصاح عنها، بحيث تغطي كل مقتضيات التحليل الأساسي.
- التزام الهيئات الرقابية بتطبيق العقوبات في حين لا تقوم هيئة الرقابة المالية في مصر وإدارة البورصة أحيانا بتطبيق العقوبات المنصوص عليها في القوانين على الشركات المخالفة، وهو ما يشجع الشركات المسجلة في البورصة على عدم الإفصاح أو نشر القوائم المالية.
- إلزام الشركات في معظم الدول بنشر كافة المعلومات على الإنترنت مما يقلل من تكلفة الحصول على المعلومات ويجعلها تتسم بالسرعة. في حين أن مصر أصدرت القرار الخاص بإلزام الشركات بوضع القوائم المالية على موقع إلكتروني للشركة في عام ٢٠١٢.
- انخفاض لجوء المستثمرين في الدول المتقدمة للقضاء لقيام الهيئات الرقابية بدورها الرقابي، في حين يرتفع حجم لجوء المستثمرين في مصر للمحكمة الاقتصادية بسبب تقاعس هيئة الرقابة المالية مما يخلق مناخا استثماريا سلبيا ويحد من الاستثمار في البورصة (IFC 2009).
- الإعلان عن المشاكل أو الفساد وتطوير القوانين للتغلب على أي ثغرات تظهر في الممارسة العملية، وأكبر مثال على ذلك الإعلان عن تواطؤ آرثر أندرسون مع شركة إنرون للطاقة، وكانت نتائج هذا التدليس هو انهيار أسهم الشركة وخلفت وراءها خسائر ضخمة لحاملي أسهمها، ونتج عن ذلك إنشاء مجلس أعلى لمراقبة أعمال المحاسبين في الولايات المتحدة الأمريكية.

ويتضح ضعف القوانين المصرية الخاصة بالشفافية والإفصاح عند مقارنتها بنظيراتها في الدول المتقدمة أو بعض الأسواق الناشئة وكذا لدى تطبيقها على المستويين الجزئي والكلي. فبالنسبة لمستوى الاقتصاد الجزئي تنخفض كفاءة المحفظة الاستثمارية للمستثمر وتزداد درجة التقلب في الأسعار. أما على المستوى الكلي فيقل تخصيص الأمثل للموارد وهو ما يؤدي إلى خفض معدل النمو الاقتصادي.

ثالثاً: قياس درجة الشفافية لعينة من الشركات المصرية

اعتمد قياس نسبة الشفافية في البورصة المصرية على استثمارات استبيان لغالبية شركات السمسرة للوقوف على درجة الشفافية في البورصة من خلال انتقاء عينة من الشركات تضم كل شركات مؤشر EGX30 الذي يضم أنشط ٣٠ شركة في البورصة المصرية، وذلك لقياس درجة الإفصاح والشفافية في شركات العينة في عام ٢٠١٢. ويتم الاعتماد في تحديد الدرجة في الاستثمارة على رؤساء شركات الوساطة المالية في مصر باعتبار أنها مؤسسات بسيطة ومحايدة كما أنها على دراية يومية بتطورات البورصة.

وتعتمد عملية القياس على عناصر الشفافية التي تتضمنها التشريعات المصرية للشركات المسجلة في البورصة المصرية وهي ثلاثة عناصر، حيث يتم رصد درجة (من ٠ وحتى ٤) لمدى توافر كل عنصر في كل شركة، وذلك كما يلي: ٠=لا يوجد ، ١=ضعيف، ٢=جيد، ٣=جيد جداً، ٤=ممتاز. ويتم جمع درجات عناصر الشفافية لجميع الشركات لتحديد درجة كلية للشفافية في البورصة المصرية. كما تقوم الدراسة بقياس الشفافية لكل قطاع.

العينة

- عدد الشركات: تم استبيان درجة الإفصاح للثلاثين شركة التي تشكل مؤشر EGX30.
- عدد استثمارات الاستبيان: ١١٦ وهي تمثل شركات السمسرة التي تم استبيان رأيها.
- الدرجات: من ٠ إلى ٤ وفقاً لدرجة الإفصاح كما يلي: ٠=لا يوجد ، ١=ضعيف، ٢=جيد، ٣=جيد جداً، ٤=ممتاز.
- الحد الأقصى للدرجات لكل عنصر من عناصر الشفافية = ١٣٩٢٠ (درجة ٤ × ٣٠ × ١١٦).

نتائج الاستبيان

ويوضح تحليل درجات الشفافية والإفصاح من واقع الدرجات التي رصدت في استثمارات الاستبيان الآتي:

- ١- نشر القوائم المالية السنوية وربع السنوية = ٩٩٦٠ ÷ ١٣٩٢٠ = ٧١,٦%.
- ٢- الإفصاح عن الأحداث الجوهرية = ٨٧٤٢ ÷ ١٣٩٢٠ = ٦٢,٨%.
- ٣- إخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية = ٩٠٩٠ ÷ ١٣٩٢٠ = ٦٥,٣%.
- ٤- متوسط الشفافية والإفصاح العام = ٧١,٦% + ٦٢,٨% + ٦٥,٣% ÷ ٣ = ٦٦,٥%.

جدول ٢: نسبة الشفافية في البورصة المصرية

| المعلومات | نسبة الشفافية | درجة الشفافية المحسوبة | الدرجة القصوى |
|---|---------------|------------------------|---------------|
| نشر القوائم المالية السنوية ورُبُع السنوية | ٧١,٦% | ٩٩٦٠ | ١٣٩٢٠ |
| الإفصاح عن الأحداث الجوهرية | ٦٢,٨% | ٨٧٤٢ | ١٣٩٢٠ |
| إخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية | ٦٥,٣% | ٩٠٩٠ | ١٣٩٢٠ |
| متوسط الشفافية والإفصاح العام | ٦٦,٥% | ٢٧٧٧٢ | ٤١٧٦٠ |

المصدر: من إعداد الباحث من خلال تحليل إحصائيات استثمارات الاستبيان.

ويمكن أن تتسم النتائج بالمصادقية والقبول لأن تقييم درجات الشفافية والإفصاح للشركات المسجلة بالبورصة اعتمد على رأى محايد ومتابع جيد للتطورات بالبورصة وهي شركات الوساطة المالية.

درجة معنوية النتائج

وتم استخدام اختبار كروسكال واليز (Kruskal Wallis Test) كاختبار معلمي لاختبار الفروق بين القطاعات المختلفة في مستوى اهتمامها بعناصر الشفافية.

جدول ٣: اختبار كروسكال واليز (Kruskal Wallis Test)

| نشر القوائم السنوية وربع السنوية | الإفصاح عن الأحداث الجوهرية | إخطار البورصة بالتعديلات | |
|----------------------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------------------|
| ١٨,٠٣٠ | ٢٣,٥٢٠ | ٢٣,٨٥٣ | مربع كاي (Chi-Square) |
| ١١ | ١١ | ١١ | Df |
| ٠,٠٨١ | ٠,٠١٥ | ٠,٠١٣ | Asymp. Sig. |

ويتضح من الاختبار ما يلي:

- ١- توجد فروق جوهرية بين القطاعات المختلفة في مستوى اهتمامها بنشر القوائم المالية.
- ٢- توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥% بين القطاعات المختلفة في مستوى اهتمامها بالإفصاح عن الأحداث الجوهرية.
- ٣- توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥% بين القطاعات المختلفة في مستوى اهتمامها بإخطار البورصة بالتعديلات.

مستوى الشفافية وفقا للقطاع

يتم تحديد الشفافية على المستوى القطاعي باستخدام تحليل كروسكال واليز كاختبار معلمي لترتيب القطاعات وفقا لدرجة الإفصاح.

اختبار كروسكال واليز (Kruskal-Wallis Test)

| المرتبة | | | القطاع | المتوسط |
|---------|---------|---|-----------------------------------|-----------------------------|
| رقم | المرتبة | القطاع | | |
| ٣ | ٣ | قطاع البنوك | نشر القوائم السنوية وربيع السنوية | ٢٢,٣٣ |
| ١ | ١ | قطاع الموارد الأساسية | | ٥,٠٠ |
| ٢ | ٢ | قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات | | ١٨,٧٥ |
| ٢ | ٢ | قطاع الأغذية والمشروبات | | ٤,٥٠ |
| ١ | ١ | قطاع الكيماويات | | ٢٢,٠٠ |
| ٦ | ٦ | قطاع الخدمات المالية | | ١٤,٠٠ |
| ٤ | ٤ | قطاع العقارات | | ١٢,٨٨ |
| ٢ | ٢ | قطاع المنتجات المنزلية والشخصية | | ٤,٠٠ |
| ١ | ١ | قطاع الغاز والبتروول | | ٢٨,٠٠ |
| ٤ | ٤ | قطاع التشييد والبناء | | ١٦,٥٠ |
| ٣ | ٣ | قطاع الاتصالات | | ٢٦,٠٠ |
| ١ | ١ | قطاع السياحة والترفيه | | ٩,٠٠ |
| ٣٠ | ٣٠ | المجموع | | |
| ٣ | ٣ | قطاع البنوك | | الإفصاح عن الأحداث الجوهرية |
| ١ | ١ | قطاع الموارد الأساسية | ٢٧,٠٠ | |
| ٢ | ٢ | قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات | ١٩,٥٠ | |
| ٢ | ٢ | قطاع الأغذية والمشروبات | ٩,٠٠ | |
| ١ | ١ | قطاع الكيماويات | ٢٦,٠٠ | |
| ٦ | ٦ | قطاع الخدمات المالية | ٤,١٧ | |

| | | | | |
|-------|----|---|--|--------------------------|
| ١٣,٧٥ | ٤ | قطاع العقارات | | |
| ٩,٥٠ | ٢ | قطاع المنتجات المنزلية والشخصية | | |
| ٢٨,٥٠ | ١ | قطاع الغاز والبتترول | | |
| ١٨,٨٨ | ٤ | قطاع التشييد والبناء | | |
| ٢٣,٠٠ | ٣ | قطاع الاتصالات | | |
| ١١,٥٠ | ١ | قطاع السياحة والترفيه | | |
| | ٣٠ | المجموع | | |
| ٢٥,٠٠ | ٣ | قطاع البنوك | | إخطار البورصة بالتعديلات |
| ١٦,٠٠ | ١ | قطاع الموارد الأساسية | | |
| ٧,٥٠ | ٢ | قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات | | |
| ٩,٥٠ | ٢ | قطاع الأغذية والمشروبات | | |
| ٢٧,٠٠ | ١ | قطاع الكيماويات | | |
| ٤,٥٠ | ٦ | قطاع الخدمات المالية | | |
| ١٦,٢٥ | ٤ | قطاع العقارات | | |
| ١٤,٥٠ | ٢ | قطاع المنتجات المنزلية والشخصية | | |
| ٣٠,٠٠ | ١ | قطاع الغاز والبتترول | | |
| ١٨,٢٥ | ٤ | قطاع التشييد والبناء | | |
| ٢٥,٠٠ | ٣ | قطاع الاتصالات | | |
| ١٤,٠٠ | ١ | قطاع السياحة والترفيه | | |
| | ٣٠ | المجموع | | |

ويتضح من نتائج التحليل لمستوى الشفافية والإفصاح للقطاعات ما يلي:

- بالنسبة لنشر القوائم المالية السنوية وربع السنوية، تُظهر النتائج أن أعلى قطاع هو الغاز والبتترول، وأقل قطاع هو المنتجات المنزلية والشخصية.
- بالنسبة للإفصاح عن الأحداث الجوهرية، تُظهر النتائج أن أعلى قطاع هو الغاز والبتترول، وأقل قطاع هو الخدمات المالية.

- بالنسبة لإخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية: تُظهر النتائج أن أعلى قطاع هو الغاز والبتترول وأقل قطاع هو الخدمات المالية.

النتائج والتوصيات

تناول البحث قياس الشفافية من خلال ثلاثة أقسام رئيسية. ناقش القسم الأول الإطار النظري والدراسات السابقة، حيث أكد على مدى أهمية الشفافية والإفصاح لكفاءة البورصة وبالتالي لزيادة النمو الاقتصادي. وتناول القسم الثاني تطور الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية من خلال دراسة القوانين والقرارات المتعلقة بالإفصاح والشفافية وكذلك تقييم القوانين ومدى تطبيقها في البورصة المصرية. كما حدد جوانب القوة والضعف في القوانين وضعف التزام الشركات بالقوانين في ظل عدم تطبيق العقوبات من قبل الجهات الرقابية بالحزم الكافي مما يؤدي لانخفاض مستوى الشفافية والإفصاح في البورصة.

وتناول القسم الثالث قياس درجة الشفافية لعينة من الشركات المصرية واعتمد في قياس نسبة الشفافية في البورصة المصرية على استمارات استبيان لغالبية شركات السمسرة للوقوف على درجة الشفافية في البورصة من خلال انتقاء عينة من الشركات تضم كل الشركات الثلاثين في مؤشر EGX30 الذي يضم أنشط ٣٠ شركة في البورصة المصرية، وذلك لقياس درجة الإفصاح والشفافية في الشركات التي تضمها العينة في عام ٢٠١٢. ويتم الاعتماد في تحديد الدرجة في الاستثمار على رؤساء شركات الوساطة المالية في مصر، باعتبار أنها مؤسسات وسيطة ومحيدة كما أنها على دراية يومية بتطورات البورصة.

وتعتمد عملية القياس على ثلاثة عناصر للشفافية تتضمنها التشريعات المصرية للشركات المسجلة في البورصة المصرية وهي نشر القوائم المالية السنوية وربع السنوية، وإخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية، وإخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية. حيث يتم رصد درجة لمدى توافر كل عنصر من عناصر الشفافية لكل شركة.

وانتهى البحث إلى مجموعة من النتائج، وهي أن نسبة الشفافية والإفصاح في نشر القوائم المالية السنوية وربع السنوية تبلغ ٧١,٦%، والإفصاح عن الأحداث الجوهرية ٦٢,٨%، وإخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية ٦٥,٣%، وبذلك يصل متوسط الإفصاح العام إلى ٦٦,٥% .

التوصيات

- ضرورة قيام الحكومة بتوفير المعلومات بدون تكلفة وعدم قيام بعض الجهات الحكومية ببيع المعلومات، فبيع المعلومات ليست مهمة الحكومة وإنما مهمتها توفير المعلومات بسرعة ودقة وبدون تكلفة، إلى جانب ضرورة توفير المؤشرات القطاعية لكل صناعة ومؤشرات النمو الاقتصادي والنتائج المحلي

الإجمالي وذلك بصفة دورية على أساس ربع سنوي. ويساهم الإسراع بالإفصاح في عدم استغلال المعلومات الداخلية، مما ينعكس إيجاباً على الكفاءة والعدالة.

- ينبغي توقيع الجزاءات المنصوص عليها في القانون على الشركات المخالفة التي لا تلتزم بالإفصاح. ويمكن الإسراع بإنشاء شركات خاصة تحت مظلة البورصة تتولى توفير المعلومات والتحليلات عن الشركات المطروحة في البورصة، وكذلك إلزام شركات السمسرة بتقديم تحليلات ومعلومات وهو دور أساسي لشركات السمسرة في كل دول العالم. كما أن منح مهلة مدتها ٣ شهور لإفصاح الشركات هي فترة طويلة يجب قصرها على شهر واحد فقط.

- تكليف مراكز البحوث في الجامعات للقيام بالتحليلات اللازمة عن تطور مؤشرات الاقتصاد المصري والتوقعات المستقبلية على أن تصدر هذه التحليلات في صورة تقارير دورية ربع سنوية.

- زيادة الرقابة على شركات المحاسبة سواء من الهيئة العامة لسوق المال أو من جمعية المحاسبين والمراجعين، مع ضرورة إنشاء هيئة حكومية مستقلة على غرار البنك المركزي لرقابة المحاسبين.

- الاستفادة من نوعية المعلومات التي تقدمها الجهات الحكومية في الدول المتقدمة. فعلى سبيل المثال، يقوم المكتب القومي للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية بتقديم ثلاثة أنواع من المؤشرات وهي المؤشرات السابقة للأحداث، والمؤشرات المواكبة، والمؤشرات اللاحقة. وتتمثل أهم المؤشرات التي تتناسب مع ظروف الاقتصاد المصري من ناحية إمكانية جمعها ونشرها في الآتي: عدد الشركات الجديدة، مؤشر تصاريح البناء، تطور المبيعات، استيراد الآلات، توازن الطلب والعرض على النقود وذلك فيما يخص المؤشرات السابقة للأحداث. أما المؤشرات المواكبة للأحداث فيمكن أن تتمثل في مؤشر الإنتاج الصناعي ودخل الفرد. أما أهم المؤشرات اللاحقة فهي تطور المخزون، وتكلفة العمالة للوحدة المنتجة، وحجم القروض للصناعة والتجارة، ومعدل التغير في الفائدة على القروض. هذا مع ضرورة مراعاة إتاحة كل المعلومات على شبكة الإنترنت وبدون مقابل.

ملحق ١: استمارة الاستقصاء التي تم استيفاؤها من جانب شركات الأوراق المالية

يُرجى تحديد درجة للشفافية والإفصاح، بحيث: ٠=لا يوجد ١=ضعيف ٢=جيد ٣=جيد جدا ٤=ممتاز

| الشركة | نشر القوائم المالية السنوية وربيع السنوية | الإفصاح عن الأحداث الجوهرية المؤثرة على نشاط وتداول الأسهم | إخطار البورصة بالتعديلات على بيانات الشركة الأساسية |
|--|---|--|---|
| أوراسكوم للإنشاء والصناعة | | | |
| البنك التجاري الدولي (مصر) | | | |
| أوراسكوم تليكوم القابضة | | | |
| المجموعة المالية هيرمس القابضة | | | |
| القابضة المصرية الكويتية | | | |
| المصرية للاتصالات | | | |
| مجموعة طلعت مصطفى القابضة | | | |
| الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول | | | |
| البنك الأهلي سوسيتيه جنرال | | | |
| السويدي إليكترونيك | | | |
| الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريديف | | | |
| جُهينة للصناعات الغذائية | | | |
| حديد عز | | | |
| سيدي كرير للبتروكيماويات | | | |
| بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية | | | |
| القلعة للاستشارات المالية - أسهم عادية | | | |
| السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك | | | |
| الإسكندرية للزيوت المعدنية | | | |
| أسمنت سيناء | | | |
| بالم هيلز للتعمير | | | |
| العربية لحليج الأقطان | | | |
| مجموعة عامر القابضة (عامر جروب) | | | |
| المصرية للمنتجات السياحية | | | |

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | | الصعيد العامة للمقاولات |
| | | | المتحدة للإسكان والتعمير |
| | | | أجواء للصناعات الغذائية – مصر |
| | | | بنك البركة مصر |
| | | | الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري |
| | | | العامة لمنتجات الخزف والصيني |
| | | | الملتقى العربي للاستثمارات |

أولاً: المراجع باللغة العربية

وزارة التجارة والصناعة، قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، المطابع الأميرية، ٢٠١٠.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Azab, Bassam. 2002. *The Performance of the Egyptian Stock Market*. The University of Birmingham, pp. 1-16.
- Bouvard M., P. Chaigneau, and A. de Motta. 2012. "Transparency in the Financial System: Rollover Risk and Crises." Social Science Research Network (SSRN) Working Paper Series. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1973673> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1973673>.
- Frankel, J. 2005. "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries." International Monetary Fund (IMF) Staff Papers 52(2): 149- 184.
- Hameed, F. 2005. "Fiscal Transparency and Economic Outcomes." International Monetary Fund (IMF) Working Paper no. 225.
- IFC (International Finance Corporation). 2009. Central Capital Markets Department: Quarterly Review of Emerging Stock Markets.
- Kopits, G. and J. Craig. 1998. "Transparency in Government Operation." International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper no. 158 , pp. 1-9.
- Mendonça Helder Ferreira de, Délio José Cordeiro Galvão, and Renato Falci Villela Loures. 2010. "Financial Regulation and Transparency of Information: Evidence from Banking Industry." *Journal of Economic Studies* 39(4): 729-735.
- Mishkan. F. 2000. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries." National Bureau of Economic Research (NBER) WP no. 8087.
- Møllgaard, P. and P. Baltzer Overgaard. 2001. "Market Transparency and Competition Policy." *Rivista di Politica Economica*, SIPI Spa, 91(4): 11-64.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development). 2004. OECD Principles of Corporate Governance, Paris 2004.
- Popa, A., R. Bliidi El, and V. Bogdan. 2009. "Transparency and Disclosure between Theory and Practice." A case study of Romania in proceedings of FIKUSZ '09.
- Schultz, C. 2002. Market Transparency and Product Differentiation. Centre for Industrial Economics, Institute of Economics (CIEIE), University of Copenhagen, pp.1-9.
- WEF (World Economic Forum). 2012. *Global Competitiveness Report*.
- World Bank. 2012. *Doing Business Report*. Washington, D.C.: the World Bank.