

دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية
دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية

The corporate governance and its role in improving the efficiency of Financial markets
The case of Emirates Financial Market

د/ أحمد مداني، - جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر -
أ/ مداح عبدالهادي جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر

الملخص:

تحتاج سوق الأوراق المالية لمجموعة من الوسائل والآليات للوصول إلى الكفاءة، ومن بين هذه الآليات ضمان التزام الشركات المقيدة في السوق بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بها وبكل شفافية ووضوح. وفي المقابل نجد أن حوكمة الشركات تعبر عن القواعد التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرارات فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء الشركات، وتحدد مدى الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها، وتعمل على حماية مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بالشركة من خلال حقهم في الحصول على معلومات موثوقة وملائمة لاتخاذ القرارات. وتهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، وزيادة نشاطها، مع دراسة حالة سوق الإمارات العربية للأوراق المالية. الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، سوق الأوراق المالية، كفاءة السوق، سوق الإمارات للأوراق المالية.

Abstract:

To get to the efficiency in Stock market. the market need for a range of means and mechanisms, And among these mechanisms, we find: ensure the commitment of listed companies in the market to disclose their own information and full transparency and clarity.

In contrast, we find that corporate governance Represent the rules that determine how to take the company to its decisions, And the Transparency that accompany the decision-making process. And The extent of the interrogation of governing managers and heads of companies, And determined the extent of information disclosure and transparency, And is working to protect the interests of all parties that are relevant with the company. through their right to obtain reliable and appropriate information to make decisions.

This paper aims to highlight the role of the application of the principles of corporate governance in improving the efficiency of the stock market, And increased its activity, with study the case of Stock Market of UAE.

Key words: Corporate governance, Stock market, Market efficiency, Emirates Stock Market.

JEL classification : G34, G32.

المقدمة

من خلال حقهم في الحصول على معلومات موثوقة وملائمة لاتخاذ القرارات.

بالاعتماد على ما سبق ونظرا لدور حوكمة الشركات في إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات بالشفافية اللازمة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أهمية المعلومات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية، تظهر لنا أن هناك علاقة سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في:

- أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في حماية مصالح المتعاملين في السوق وجذب المزيد من المستثمرين إلى السوق.
- دور الإفصاح والشفافية في تعزيز ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- أهمية موضوع حوكمة الشركات كموضوع حديث نسبياً ونظراً للدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في ضمان مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات، الأمر الذي ينعكس على مصداقية المعلومات المتاحة.

ثانياً: أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى:

- إبراز أهمية حوكمة الشركات ودورها في رفع وتحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية.
- تمكين أسواق الأوراق المالية للدول العربية من الاستفادة من مبادئ حوكمة الشركات نظراً لمساهمة هذه الأخيرة (مبادئ الحوكمة) في تعزيز ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية في المعلومات المنشورة والمتاحة.

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

اعتماداً على ما سبق يمكننا طرح السؤال الرئيسي التالي: "كيف تساهم حوكمة الشركات في تحسين مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية عامة وسوق الإمارات خاصة؟".

يؤدي السوق المالي دوراً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، وسوق الأوراق المالية باعتبارها شق من السوق المالي فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة للقيام بأعمالها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية.

وفي المقابل نجد أن تحقيق سوق الأوراق المالية لأهدافها يتوقف على عدة عوامل منها، حجم التداول ونشاط هذه السوق، وكذا مستوى كفاءة هذه السوق. وفكرة كفاءة سوق الأوراق المالية تشكل في حد ذاتها جدلاً بين المهتمين بدراسة هذه السوق، وفي هذا الصدد يتم التفريق بين الكفاءة الكاملة التي تعد مثالية أكثر من كونها واقعية والكفاءة الاقتصادية التي يمكن تحقيقها في الواقع، ومفهوم الكفاءة يرتبط بتوفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق وسرعة تداول هذه المعلومات والإفصاح عنها ومدى شفافية ومصداقية هذه المعلومات.

هذا وتحتاج سوق الأوراق المالية لمجموعة من الوسائل والآليات للوصول إلى الكفاءة من خلال ضمان التزام الشركات المقيدة في هذه السوق بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بها وبكل شفافية. وفي المقابل نجد أن الشركات تعاني من مشكلة في الإفصاح عن المعلومات وشفافية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، وهذه المشكلة سببها العلاقة بين الوكيل والأصيل والتي فسرتها نظرية الوكالة، وقد ساهمت نظرية الوكالة بشكل كبير في ظهور ما يعرف بحوكمة الشركات، ومن الأسباب التي أدت كذلك إلى ظهور حوكمة الشركات نجد الأزمات المالية التي كان سببها الفساد المالي والإداري.

وتعتبر حوكمة الشركات عن القواعد التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرارات فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء الشركات، وتحدد مدى الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها، وتعمل على حماية مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بالشركة

عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في السهم.¹

2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: يعتمد مفهوم الكفاءة على الفاصل الزمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات، حيث يشير كل من "Samuels Francis"، إلى أن السوق الذي يتميز بالكفاءة هو السوق الذي يحقق تخصيصاً للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب سوق الكفاءة دورين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر.² ويتطلب بلوغ الكفاءة توافر سمتين أساسيتين وهما:

أ- الكفاءة التسعيرية: وتسمى بالكفاءة الخارجية وتعبر عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير. وأن الأرباح غير العادية التي ترجع إلى إمكانية حصول البعض على المعلومات قبل غيرهم من المتعاملين، وفي ظل السوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.³

ب- الكفاءة التشغيلية: ويطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه خسائر عالية للسمنة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش للربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.⁴

ثانياً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بكفاءة تدفق المعلومات بشكل يضمن الشفافية والدقة والسرعة لتقليل حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات، وفي مجال كفاءة سوق الأوراق المالية نميز بين نوعين من الكفاءة، كفاءة كاملة وكفاءة اقتصادية:

1- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية: تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة".⁵

خامساً: فرضيات الدراسة: كإجابة مؤقتة لهذه الأسئلة وضعنا الفرضيات التالية:

- تساعد حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال توفير المعلومات اللازمة عن الشركات المدرجة فيه.
- يساهم تطبيق حوكمة الشركات في سوق الإمارات للأوراق المالية في تحسين مستوى كفاءة السوق.

ثامناً: تقسيمات الدراسة: بناء على ما سبق يمكن تقسيم هذا الدراسة إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية
المبحث الثاني: حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية
المبحث الثالث: عرض تجربة سوق الإمارات للأوراق المالية

المحور الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعد المعلومات و الإفصاح عنها احد أهم المقومات السائدة لتطور أسواق المال بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص. وتعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المنشورة ومدى توفر المعلومات لاتخاذ القرار الاستثماري.

أولاً: مدخل إلى كفاءة سوق الأوراق المالية

يتم التعبير بشكل عام على مستوى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات بمفهوم الكفاءة، وفي هذا العنصر سنحاول تقديم كل من مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلبات تحقيقها، والفرضيات التي يقوم عليها هذا المفهوم.

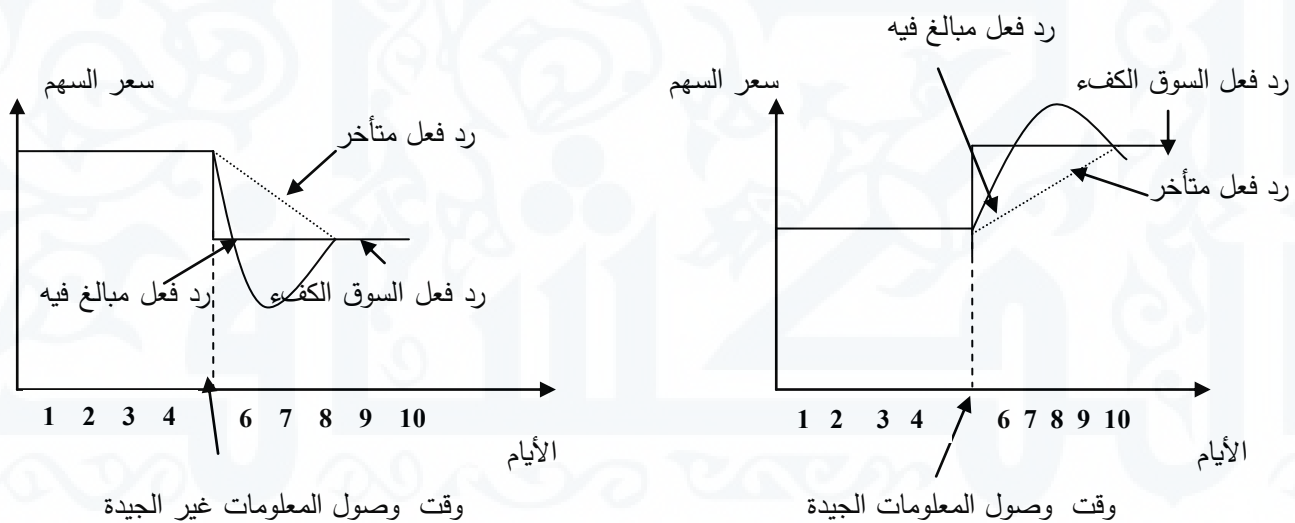
1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم كافة المعلومات عن المؤسسة التي قامت بإصدار هذا السهم حيث أن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية، هذا وتتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار نحو القيمة الحقيقية وفي هذه الحالة فإنه لا يمكن لأي من المتعاملين في سوق الأوراق المالية أن يحقق عائداً غير

الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق وهو ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق تعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.⁷ الشكل الموالي يوضح مفهوم كل من نوعي الكفاءة للسوق ويصور حركة الأسعار في إطار استجابتها للمعلومات.

2- الكفاءة الاقتصادية : في ظل هذا المفهوم يفترض وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات في الأسعار مما يجعل قيمة الورقة المالية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي لا يسمح بأن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.⁶ واستناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفاء هو ذلك " السوق الذي يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار

الشكل رقم 01 : التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر : أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004، ص 137.

ثالثاً: علاقة المعلومات بتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

تنعكس أهمية المعلومات على ثقة المتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية، ودرجة هذه الثقة تتعدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين. لذلك تساهم دراية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية والعوائد المتوقعة استلامها. والشكل رقم (03) يوضح دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية وتأثير ذلك على كفاءة السوق.

الشكل رقم 02 : دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004، ص

في الشركة مثل مجلس الإدارة والمديرين وغيرهم من أصحاب المصالح، وتضع القواعد والأحكام لاتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة⁹. ولقد كان من دوافع ظهور حوكمة الشركات والإهتمام المتزايد بها ظهور نظرية الوكالة¹⁰، وحدثت الأزمات المالية والتي سببها الفساد المالي والإداري، فضلاً عن التحول إلى نظام اقتصاد السوق، وأزمة شركة إنرون (Enron) 2001.¹¹

المحور الثاني: حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية
تم استخدام "حوكمة الشركات" كمترادف لمفهوم Corporate Governance. وقد ساهم في ظهور وتطور هذا المفهوم عدة عوامل، كما تكتسي حوكمة الشركات أهمية كبيرة لما لها من خصائص سنتطرق إلى كل ذلك من خلال هذا المحور.

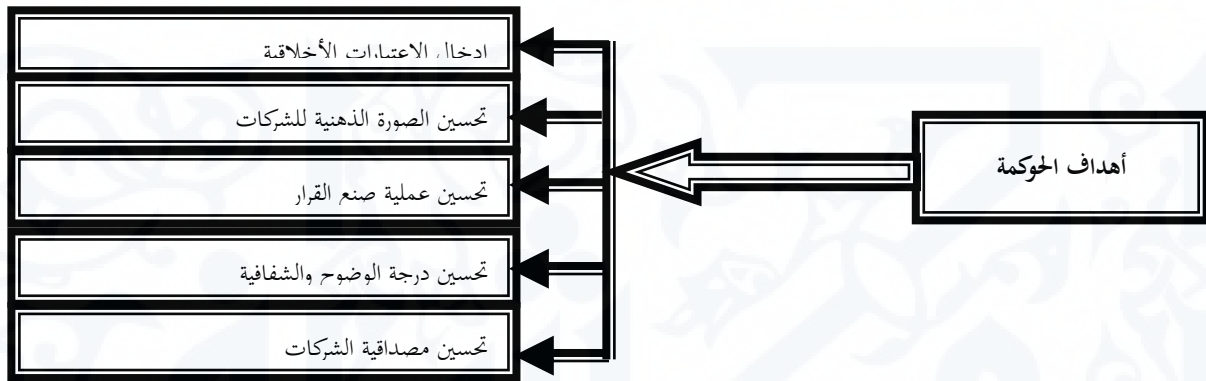
أولاً: مفهوم حوكمة الشركات ودوافع ظهورها:

ثانياً: أهداف، خصائص وركائز حوكمة الشركات:

تأسست مبادئ حوكمة الشركات التي أرستها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) لتدور حول ستة مبادئ أساسية¹² تعمل على تحقيق مجموعة من الأهداف وتضع ركائز لها.
1- أهداف حوكمة الشركات: لحوكمة الشركات مجموعة من الأهداف نبيها في الشكل التالي:

يرتكز موضوع الحوكمة على كيفية الموازنة بين الصلاحيات التي تتمتع بها إدارة الشركة من جهة و حماية حقوق المساهمين من جهة أخرى⁸، لذلك فإن الحوكمة تقوم على عنصرين أساسيين وهما الإدارة السليمة والشفافية . أو هي (كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) هي نظام يتم بواسطته توجيه منظمات الأعمال والرقابة عليها، حيث تحدد هيكل وإطار توزيع الواجبات والمسؤوليات بين المشاركين

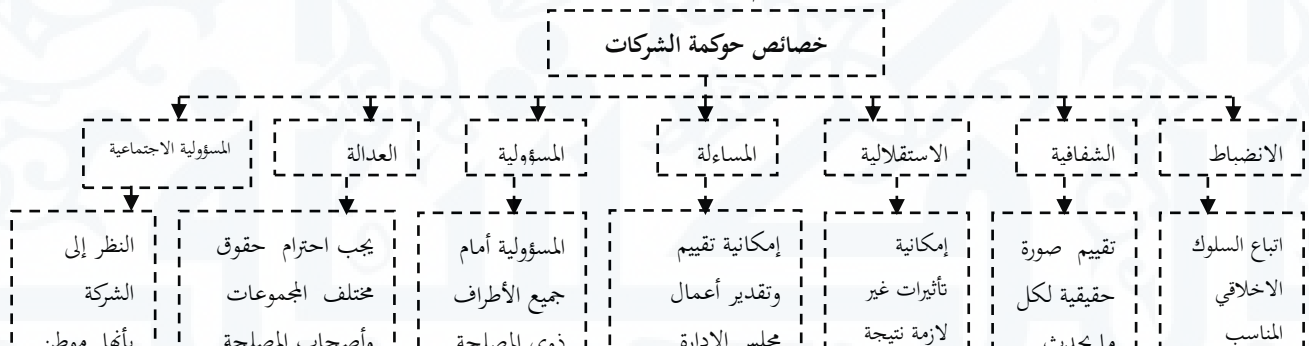
الشكل رقم 03: أهداف حوكمة الشركات



المصدر: بلعزوز بن علي و حبار عبد الرزاق، الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية، مداخله مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009، ص. 05.

2- خصائص حوكمة الشركات: تتميز حوكمة الشركات بخصائص موضحة من خلال الشكل التالي:

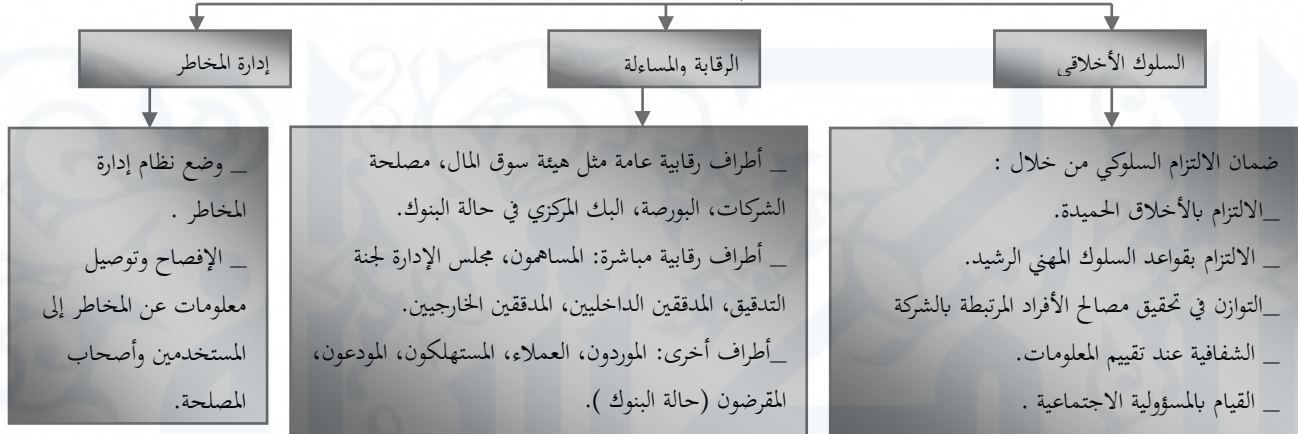
الشكل رقم 04: خصائص حوكمة الشركات



المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم ، المبادئ ، التجارب ، تطبيقات الحوكمة في المصارف)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص23.

3- ركائز حوكمة الشركات: تركز حوكمة الشركات على ثلاثة ركائز وهي موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم 05: ركائز حوكمة الشركات



المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)، مرجع سبق ذكره، ص47.

المستخدم في عملية اتخاذ القرارات لا بد من توفر مجموعة من الخصائص النوعية في المعلومات المفصح عنها، ويمكن التذكير بأهم هذه الخصائص في الملائمة، المصدقية، الدقة، التوقيت المناسب، الفهم والاستيعاب.¹⁴ إن تتوقف جودة المعلومات المحاسبية عادة على جودة التقارير المالية، التي تجعل معلوماتها ذات ثقة وفائدة سواء في داخل المؤسسة أو خارجها، وتحدد هذه الجودة وفق ما يعرف بمقومات الإفصاح المحاسبي والتي يمكن حصرها في ثلاثة عناصر أساسية: تحديد المستخدم للمعلومة المحاسبية، تحديد أغراض استخدام المعلومات المحاسبية، تحديد طبيعة المعلومة الواجب الإفصاح عنها.¹⁵

ثالثاً: أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية رأينا من خلال عرضنا لماهية حوكمة الشركات أن هذه الأخيرة تقوم بخلق نظام رقابة داخلية في الشركات خاصة شركات المساهمة قصد حماية حقوق المساهمين، ولم يقتصر دورها في هذا الأمر بل امتد إلى تنشيط سوق الأوراق المالية ورفع كفاءتها، وهذا انطلاقاً من دورها في ضمان التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية بما يحقق المساواة بين جميع المستثمرين في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركات، وهو ما يساهم بدوره في تعزيز الثقة في الأوراق المتداولة في السوق وجذب المزيد من المستثمرين.

1- دور الحوكمة في تحقيق جودة المعلومات:

2- انعكاسات الحوكمة على الإفصاح وجودة المعلومات: يشجع وجود نظام إفصاح قوي على تحقيق جودة شاملة للمعلومات المحاسبية الحقيقية للشركات المدرجة في السوق، ويمكن لنظام الإفصاح عن المعلومات في الوقت المناسب أن يساهم في اجتذاب رأس المال والحفاظ على الثقة في أسواق الأوراق المالية،¹⁶ كما تظهر أهمية الإفصاح أيضاً من خلال

تعبّر جودة المعلومات عن تلك الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية المفيدة، والمعبر عنها بالفائدة المرجوة من إعداد التقارير المالية في تقييم نوعية المعلومات التي تنتج عن تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية البديلة.¹³ وحتى يحقق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الأهداف المرجوة والتي تتمحور حول غرض أساسي هو منفعة

ازدياد حاجة شركات المساهمة إلى التمويل عن طريق هذه الأسواق، فالإفصاح يعد شرطاً أساسياً لتأسيس أسواق الأوراق المالية، وغالباً ما تشرف على تلك الأسواق هيئات مهنية أو شبه حكومية تلزم الشركات المدرجة في السوق المالي بإتباع إجراءات وقوانين وقواعد أساسية تحدد المهنة، وذلك حتى يكتسب الإفصاح والتقارير المالية المنشورة مصداقية لدى المستخدمين والمساهمين، وبذلك تكون تلك المعلومات ذات قيمة وجودة ومنفعة لجميع مستخدميها.

وفي الأخير يمكن القول أن الغاية الرئيسية من وراء اعتماد وتطبيق القواعد التي حملتها حوكمة الشركات هي الحصول على مخرجات تتمثل في معلومات محاسبية يمكن الوثوق بها والاعتماد عليها من قبل الأطراف المختلفة سواء من داخل أو من خارج الشركة.

رابعاً: انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية

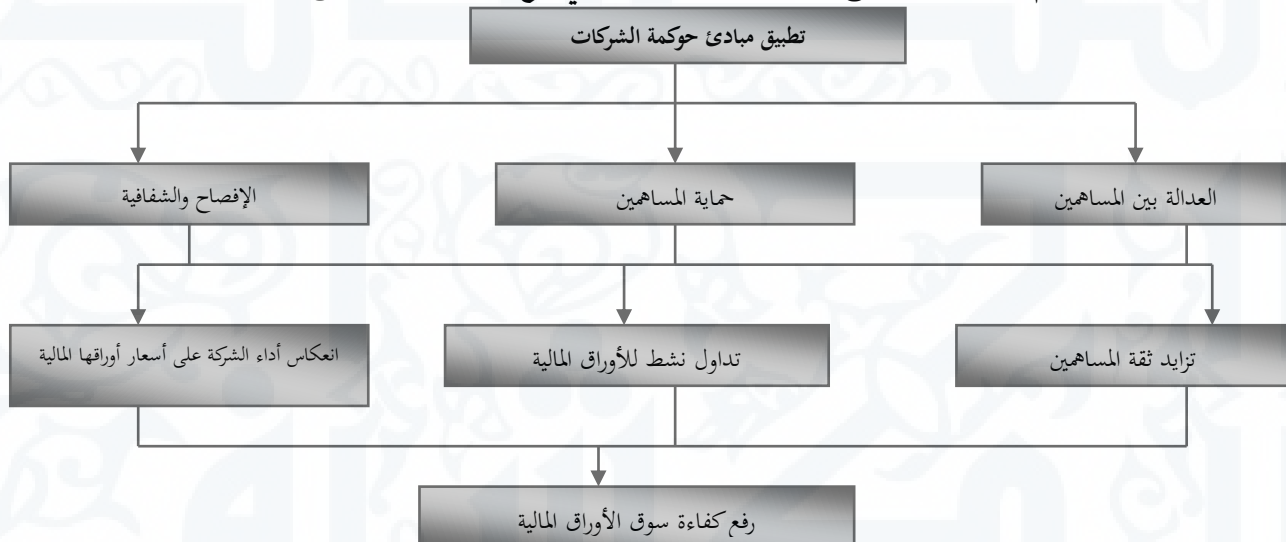
توجد علاقة ارتباطية كبيرة بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ودورها في تحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، والتي سنحاول توضيحها فيما يأتي من عناصر:

1- دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية:

تبين العناصر السابقة أن كل مبدأ من مبادئ حوكمة الشركات يساهم في تحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية سواء كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. ومما لا شك فيه أن حوكمة الشركات تقوم أساساً على تحديد العلاقة بين المساهمين، ومجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين وغيرهم من أصحاب المصالح، حيث أنها تهدف إلى زيادة قيمة

والشكل التالي يوضح ما قلناه في شأن دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم 06 : دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية .



المصدر: محمد عمران، البورصة المصرية وحوكمة الشركات، مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007.

الأوراق المالية بحيث تكون كل سوق على شكل مؤسسه عامة ترخص من قبل الهيئة المشرفة ويشترط لذلك الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق.

2- أقسام السوق: يتضمن سوق الأوراق المالية في الإمارات كلا من سوق أبوظبي وسوق دبي المالي، وسنتطرق من خلال هذا العنصر إلى هذين السوق كما يلي:

2-1- سوق أبوظبي:

أ- نشأة سوق أبوظبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال، وله أن ينشئ مراكز وفروع له، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.¹⁸

ب- الهيكل التنظيمي لهيئة إدارة السوق: الشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي:

المحور الثالث: عرض تجربة سوق الإمارات للأوراق المالية الناشئة (سوق دبي وسوق أبوظبي)

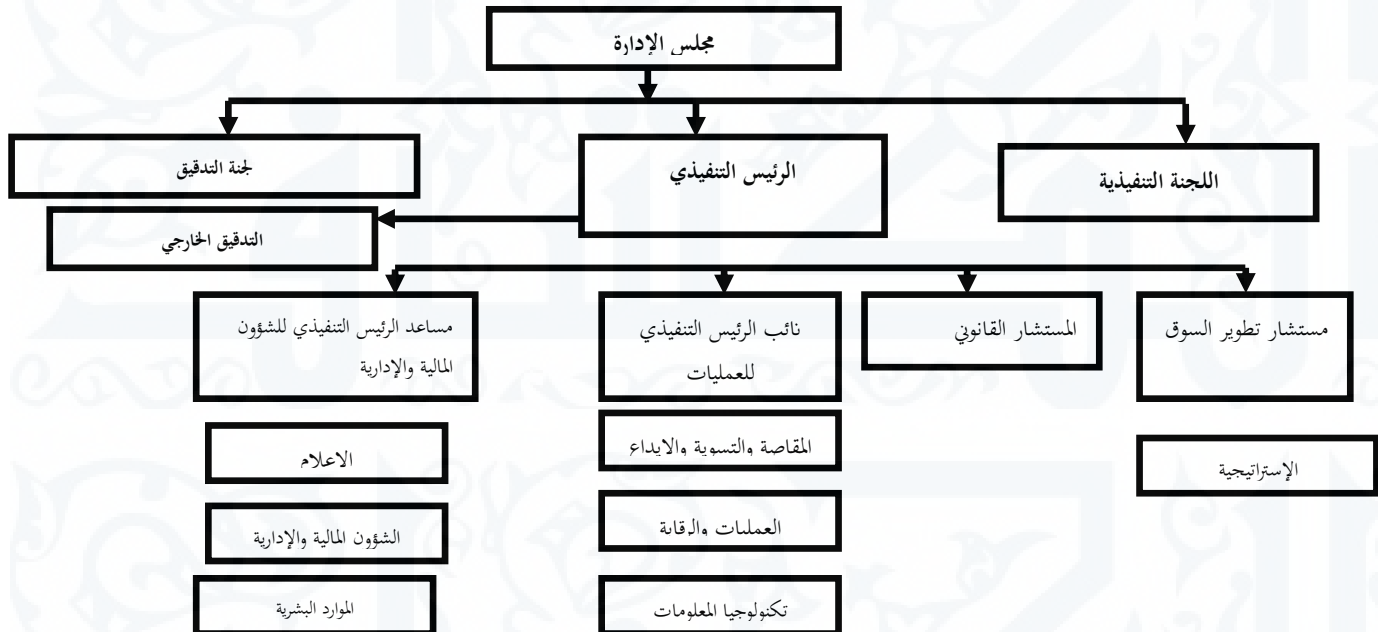
لقد برزت سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال تطور نشاطها خاصة خلال الفترة الأخيرة، وخير دليل على نجاح السوق هو رفع تصنيفها إلى سوق ناشئة خلال سنة 2014. وقد كان للهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية دور كبير في هذا النجاح.

أولاً: تقديم سوق الإمارات للأوراق المالية والهيئة المشرفة عليه:

سنحاول من خلال هذا العنصر تقديم سوق الإمارات للأوراق المالية وذلك بالتعريف بأقسام السوق والتعريف بالهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية.

1- تقديم السوق: في مارس سنة 2000 تم إنشاء سوق الأوراق المالية -بصفة رسمية ومنظمة لأول مرة في دولة الإمارات وهذا طبقاً للقانون الاتحادي رقم 04 لسنة 2000،¹⁷ ووفقاً لهذا القانون تم فتح المجال لإنشاء أسواق لتداول

الشكل رقم 07: الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي



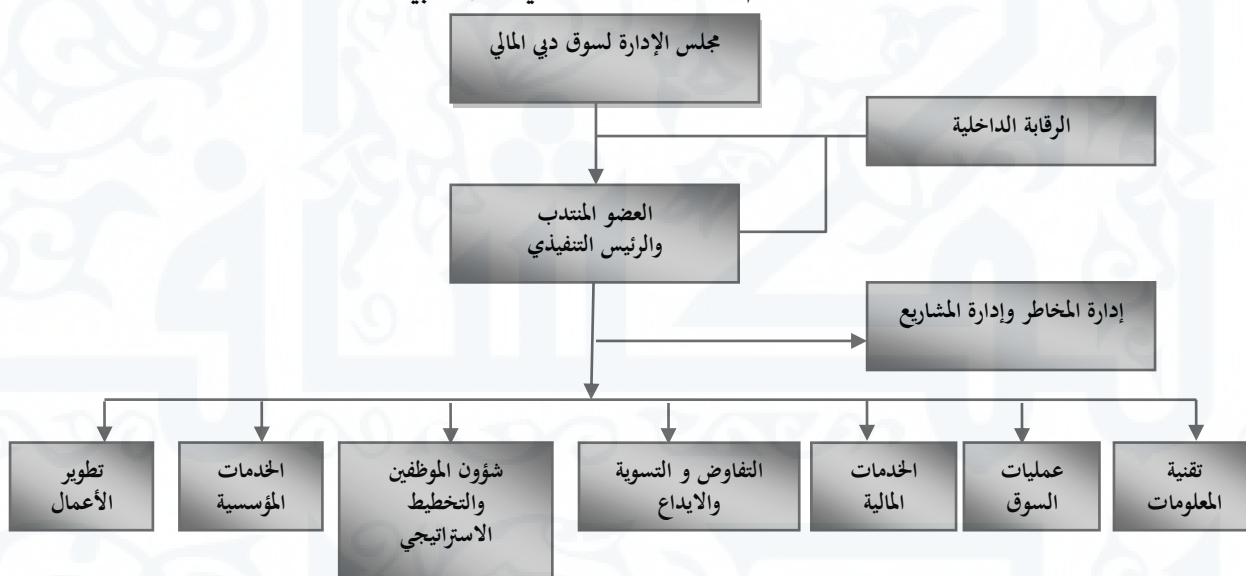
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية:

<https://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/OrganizationChart.aspx> ، تاريخ الاطلاع عليه: 2015/11/08.

تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

ب- الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي : يتكون سوق دبي المالي أقسام متنوعة ذات مهام عديدة، فهو يضم قسم للرقابة الداخلية، وآخر لإدارة المخاطر والمشاريع، وأقسام أخرى تتعلق بالمعلومات وعمليات السوق والخدمات المالية وتطوير الأعمال وغيرها، وهو ما يوضحه الشكل رقم 08 التالي:

الشكل رقم 08: الهيكل التنظيمي لسوق دبي



المصدر : من إعداد الباحثين اعتماداً على الموقع الرسمي لسوق دبي للأوراق المالية: <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=802> تاريخ الاطلاع 2015/11/09.

3- التعريف بالهيئة المشرفة على السوق وهيكلها التنظيمي: تأسست الهيئة بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000. وتلحق بوزير الاقتصاد مقرها الرئيسي في إمارة أبوظبي وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق²⁰.

شرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هيكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية. وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذاً له. ويوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لهيئة سوق الإمارات للأوراق المالية:

الشكل رقم 09: الهيكل التنظيمي لهيئة سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع سوق الإمارات للأوراق المالية
<http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/organizationchart.aspx> تاريخ الاطلاع عليه 2015/11/10.

ثانياً: جهود سوق الإمارات للأوراق المالية في تعزيز الإفصاح والشفافية

يظهر جهد هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع في تعزيز حوكمة الشركات من خلال تعزيز الإفصاح عن البيانات وشفافية هذه البيانات، لذلك قامت الهيئة بإصدار عدة قرارات في هذا السياق، هذا وبين قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2000 الذي صدر في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، واجب كل طرف في الإفصاح عن المعلومات بشفافية ووضوح تام. وسنحاول من خلال هذا العنصر توضيح ما قامت به الهيئة في سبيل تحسين الإفصاح والشفافية في المعلومات على مستوى كل من الهيئة نفسها والأسواق المالية الموجودة في الإمارات والشركات المدرجة في الأسواق كما يلي:

1- الإفصاح المتعلق بالهيئة:

- تلتزم الهيئة بالتأكد من توافر الشفافية والإفصاح وتنظيمهما على النحو المقرر في القانون والقرارات التي تصدر تنفيذاً له²¹؛
- للمجلس أن يجري تفتيشاً على أعضاء السوق على أساس دوري أو بناء على طلب ذي شأن للتحقق من مدى الالتزام بالقانون أو اللوائح والنظم الصادرة تطبيقاً له وذلك وفقاً للنظام الذي يضعه في هذا الشأن، ويُبشر التفتيش بالتنسيق مع إدارة السوق في الأحوال التي تقتضي ذلك²²؛

- يحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية؛
- يلتزم أعضاء المجلس بمجموعة من الالتزامات التي من شأنها أن تدعم إرساء مبادئ الحوكمة في السوق²³؛
- للمجلس أو للمدير التنفيذي تعليق إدراج ورقة مالية في السوق في عدة حالات²⁴؛
- للهيئة إلغاء إدراج أية ورقة مالية من التداول في السوق في بعض الحالات²⁵؛

2- الإفصاح على مستوى الأسواق: ويكون الإفصاح من خلال العناصر التالية²⁶:

- تتولى السوق متابعة التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن الأمور والمعلومات الجوهرية والبيانات المالية ونشرها وتوقيت هذا النشر والتحقق من وضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، ويلتزم مجلس إدارة السوق بإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح؛
- تلتزم الأسواق بالربط الإلكتروني المتبادل بينها على مستوى الدولة؛

- يلتزم الأعضاء بالتصريح خطياً لدى الهيئة عن الأوراق المالية التي يمتلكونها هم وعائلاتهم؛
- تسقط العضوية في مجلس إدارة السوق عن العضو الذي يحكم عليه في جناية مخلة بالشرف أو الأمانة أو يشهر إفلاسه؛
- تلتزم السوق بموافاة المجلس بالميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر والبيانات المالية السنوية المدققة من قبل مدقق حسابات معتمد، وذلك خلال تسعين يوماً من نهاية سنتها المالية*؛
- تلتزم السوق بتقديم التقارير الدورية التالية للهيئة عن حركة تداول الأوراق المالية المدرجة فيها²⁷؛
- تلتزم السوق بإعداد نشرة أسعار يومية عن التداول²⁸؛

3- إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في

السوق وإدارتها. وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 11 : إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق وإدارتها.

يرفق طلب الإدراج بالبيانات والمعلومات التالية :

1- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة: يتضمن ما يلي:

- نبذة عن الشركة- وصف للأوراق المالية الخاصة بالشركة- تقييم مدعم بالأرقام لأداء الشركة- بيان بأهم الأحداث التي مرت بالشركة منذ تأسيسها- أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة- أسماء كل ملاك الأسهم التابعة للشركة.

2- بيان مالي يشمل ما يلي: تقرير مالي عن السنة السابقة- تقرير مجلس الإدارة

ومدقق الحسابات- تقرير مالي يغطي لفترة بين نهاية السنة السابقة وتاريخ تقديم طلب

الإفصاح السابق
للإدراج

يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج العناصر التالية:

- 1- تلتزم الشركة بإخطار هيئة السوق عن أية تطورات تؤثر على أسعار أوراقها.
- 2- تلتزم الشركة بنشر كل المعلومات لتوضيح أوضاعها وأنشطتها.
- 3- تلتزم الشركة بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بما يلي:
 - كافة البيانات والإحصائيات - كل المعاملات التي تمت على أوراقها - جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة- بيان تفصيلي لبيع أو شراء بعض الأصول - أية تغييرات تتعلق بالهيكل الإداري.
- 4- تلتزم الشركة بنشر التقارير التالية: - تقارير مالية دورية وسنوية تكون مدققة من طرف مدقق خارجي- يشترط أن تكون التقارير وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية.

الإفصاح اللاحق
للإدراج

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على : المواد : من المادة 30 إلى المادة 36 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000 (مع بعض التعديلات التي تمت في قرارات لاحقة لمجلس الإدارة في سنة 2010 و 2011).

وتشير المادة 37 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000 إلى ما يلي:

1- وفقاً لأحكام القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 م في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع يعاقب العقوبتين كل من:

بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات أو بالغرامة التي لا تقل عن (100.000) مائة ألف درهم و لا تزيد عن (1.000.000) مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من:

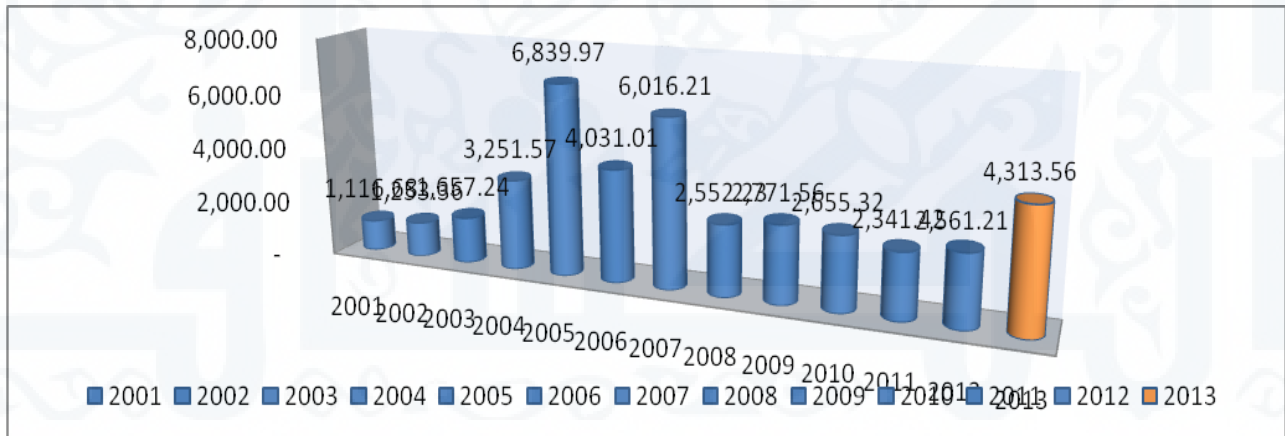
حققت سوق الأوراق المالية في الإمارات نمو كبيراً والذي يعكس جهود هيئة الأوراق المالية والسلع بتوجيه وإشراف مجلس إدارتها، من خلال التشريعات التي أصدرتها بخصوص حوكمة الشركات ومتابعتها مدى تطبيق الشركات لمبدأي الإفصاح والشفافية.

1- تطور أداء سوق الإمارات للأوراق المالية بين 2001 و 2013: لقد كان أداء سوق الأوراق المالية في الإمارات خلال العام 2013 استثنائياً سواء من حيث القيمة السوقية أو حجم التداولات أو نسبة ارتفاع المؤشر، فقد أنهى مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية تداولات العام على ارتفاع ناهز % 68، متصدراً قائمة أفضل بورصات الشرق الأوسط أداء خلال العام، كما ارتفع كذلك حجم تداولات العام متجاوزاً إجمالي تداولات ثلاث أعوام مضت، وفضلاً عن ذلك ارتفع حجم تداولات بورصة دبي للذهب والسلع بنسبة % 43 وفازت بجائزة "أفضل بورصة" في منطقة الشرق الأوسط وإفريقيا. ولمزيد من التوضيح على تطور أداء سوق الإمارات للأوراق المالية أنظر الملحق رقم 01، جدول تطور أداء سوق الإمارات. وسنوضح من خلال الشكل التالي تطور مؤشر سوق الإمارات خلال الفترة (2001-2013):

- يقدم أية بيانات أو يبدلي بتصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على الأسعار والقرارات.
- يتعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات غير معلنة أو مفصح عنها يكون قد علم بها بحكم منصبه.
- ينشر الشائعات المغرضة عن بيع أو شراء الأسهم.
- يستغل المعلومات غير المعلنة لتحقيق منافع شخصية، ويقع باطلاً كل تصرف أو تعامل يتم بناء على ما سبق.
- 2- مع عدم الإخلال بأحكام المادتين (14، 15) من هذا النظام، للهيئة - في حال مخالفة أحكام القانون وأنظمة الهيئة - اتخاذ التدابير التالية بحق الشركات المدرجة والمستثمرين من الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين حسب الأحوال:
 - الإنذار.
 - غرامة مالية لا تتجاوز مائة ألف درهم.
 - وقف المستثمر مدة لا تزيد عن سنة.
 - تعليق الإدراج لمدة لا تزيد عن ستة أشهر.
 - إلغاء الإدراج.²⁹

ثالثاً: انعكاس تطبيق الحوكمة على أداء سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوره

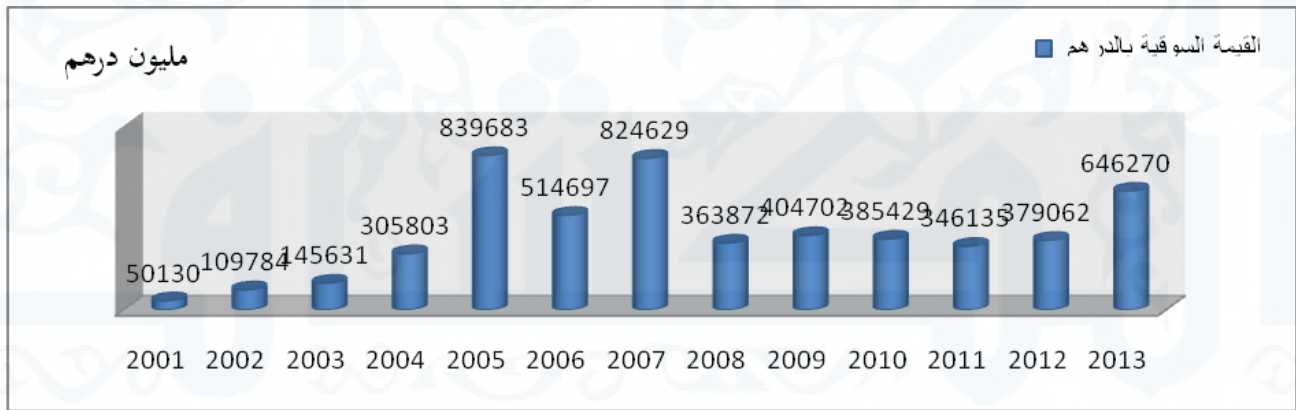
الشكل رقم 11: تطور مؤشر سوق الإمارات من سنة 2001 إلى غاية 2013



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على جدول تطور أداء سوق الإمارات بين 2001 و 2013 (الملحق رقم 01).

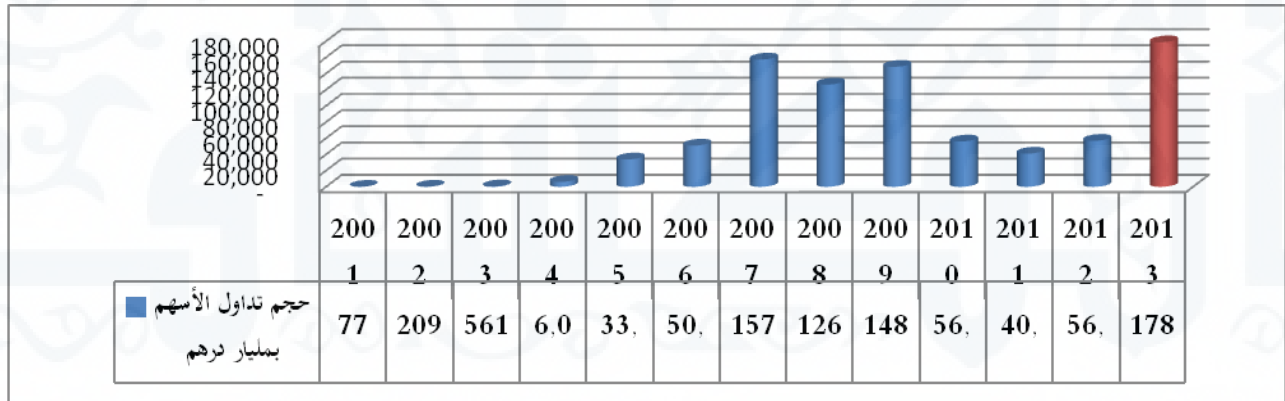
كما تراجعت القيمة السوقية بعد 2007 واستمر الحال حتى 2012 لكنها عرفت تحسناً خلال 2013، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 12: تطور القيمة السوقية بين 2001 و 2013.



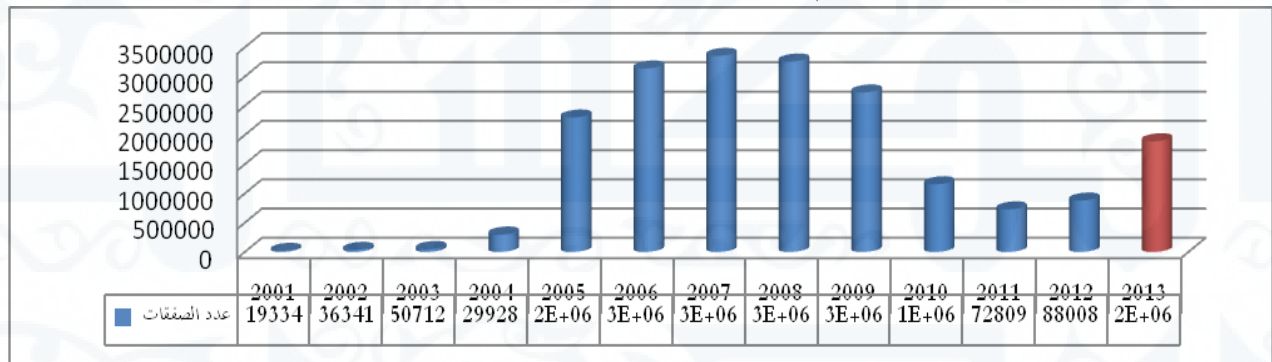
كما سنعرض من خلال الشكل الموالي توضيح التطور الذي شهده حجم التداول في سوق الإمارات ككل وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2001 و 2013.

الشكل رقم 13: تطور حجم تداول الأسهم (الوحدة مليار درهم) بين 2001 و 2013



يبين الشكل التطور الكبير الذي حصل في حجم تداول الأسهم، حيث بلغ في 2013 أكثر من 178 مليار درهم إماراتي في حين كان يبلغ 56 مليار في سنة 2012، وهو ما يعني نمو بنسبة 214% بين السنتين وهو شيء ايجابي لأداء السوق. سنبين من خلال الشكل التالي التطور الذي حصل لعدد الصفقات في السوق بين 2001 و 2013.

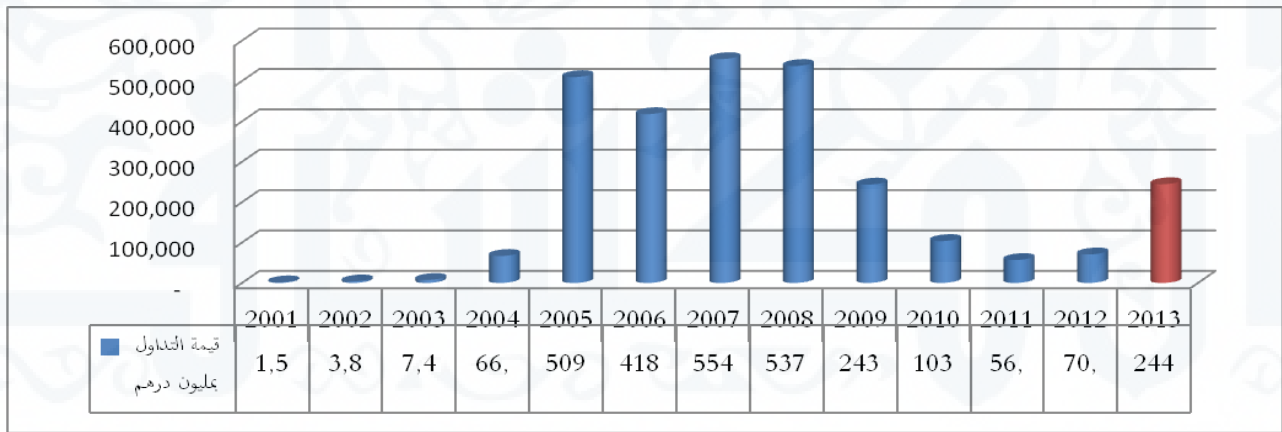
الشكل رقم 14: تطور عدد الصفقات بين 2001 و 2013



يبين الشكل السابق تطور عدد الصفقات بين 2001 و 2013، ونلاحظ أن عدد الصفقات عرف تراجعاً خلال الفترة بين 2010 و 2012 في حين حقق ارتفاعاً محسوساً خلال 2013.

يوضح الشكل الموالي تطور قيمة التداول في الفترة الممتدة بين 2001 و 2013.

الشكل رقم 15: تطور قيمة التداول (معبّر عنها بمليون درهم) بين 2001 و 2013.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على جدول تطور أداء سوق الإمارات بين 2001 و2013.

وفي عمليات اتخاذ القرارات، وكذلك تحديد مسؤوليات ومهام كل فرد داخل الشركة لكي يسهل فيما بعد ضبط المتورطين في الفساد.

4. تساعد حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مبادئها، فكل مبدأ يساهم بجزء، ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لكونه يضيف على المعلومات نوع من المصادقية وهو ما يدعم ثقة المستثمرين الحاليين ويجذب المزيد من المستثمرين إلى السوق، ويؤدي ذلك في الأخير إلى وصول المعلومات بسرعة وبشفافية إلى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية.

من خلال الشكل يتضح لنا أن قيمة التداول شهدت ارتفاعاً خلال 2013، وهذا راجع للارتفاع الكبير في حجم التداول، وهو شيء إيجابي لسوق الأوراق المالية وللإمارات ككل. ويمكن القول أن التشريعات التي أصدرتها هيئة سوق الأوراق المالية ساهمت بشكل كبير في تعزيز الإفصاح والشفافية في المعلومات الأمر الذي دعم ثقة المستثمرين القدماء وساهم في جذب المزيد من المستثمرين الجدد. وقد تكون مكانة دبي في الدولة من جهة ومكانتها في العالم كمنطقة سياحية وجذابة ومستقطبة لرجال الأعمال ساهمت بشكل كبير في نشاط سوق دبي.

خاتمة:

توصلنا من دراسة موضوع دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية بالتطبيق على سوق الإمارات للأوراق المالية إلى نتائج هامة نذكر أهمها فيما يلي:

1. نجحت الهيئة إلى حد ما في بلوغ أهدافها، فقد استطاعت الهيئة فرض مبادئ حوكمة الشركات على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، في حين قامت بإلغاء إدراج الشركات التي لم تلتزم بهذه المبادئ فنجد انخفاض في عدد الشركات المدرجة خلال 2013 مقارنة بالسنوات السابقة لها.
2. ساهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع أداء سوق الإمارات للأوراق المالية سواء من حيث مؤشر السوق أو القيمة السوقية أو حجم التداول أو عدد الصفقات المنجزة، حيث عرف أداء السوق نمواً كبيراً خاصة خلال سنة 2013. وكلها دلالات على نجاح سوق الإمارات للأوراق المالية في تحقيق قفزة

1. يكون للحوكمة دور في رفع أداء الشركات، وحماية حقوق جميع أصحاب المصالح إذا التزم جميع الأعضاء في كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بأداء المهام الموكلة إليهم بكل نزاهة ومصادقية.
2. تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخلي والخارجي، والحرص على استقلالية المراجع الخارجي في أداء مهمة التحقق من مصادقية القوائم المالية يعتبر من أهم آليات تدعيم حوكمة الشركات.
3. يمكن مكافحة الفساد المتفشى داخل هياكل الشركات، عن طريق الالتزام بما جاءت به مبادئ الحوكمة ومن ذلك الشفافية والإفصاح في المعاملات

الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة، وإجبار هذه الأخيرة على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات مع إنشاء موقع الكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع عليها.

مراجع وهوامش البحث:

¹ محمد صالح الحناوي ، ابراهيم سلطان ،جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص123.

² عصام حسين، الأسواق المالية _ البورصة ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص ص:33-34.

³ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر ، 2006 ، ص 33 .

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2007، ص42.

⁵ Thomas and copland" **financial and corporate policy** " Edition publishing, New York, 1997, p115

⁶ ضياء مجيد موسوي، البورصات : أسواق رأس المال و ادائها، منشورات الجزائر، 1998، ص10.

⁷ صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية _ الأهداف والسبل، عالم الكتب، مصر، 2003، ص26.

⁸ Franck Bancelle , **la gouvernance des Entreprises** , economica , paris , 1997 , p 19.²

⁹ بوحيزة فوزية، دعائم الحوكمة وفعاليتها في أداء البنوك والاسواق المالية في الازمات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر ، 19 و20 نوفمبر 2013، ص02.

¹⁰ Thierry wideman goiran et frédéric perier et françois lépineux, **développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur**, édition d'organisation, paris, 2003, p :103

¹¹ لمزيد من الشرح حول أزمة شركة انزون أنظر: جلاب محمد، حوكمة الشركات في المنظومة المصرفية ضمن التحولات الاقتصادية، مذكرة ماجستير كلية علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3 ، 2010، ص 56.

¹² عطا الله وراد خليل ومحمد عبد الفتاح، الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، 2008، ص ص: 38_44

¹³ مزنة عبد اللطيف الرفاعي، دراسة أثر الخدمات الأخرى لمراجع الحسابات على جودة المعلومات المحاسبية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، سنة 2008، ص61.

¹⁴ مزنة عبد اللطيف الرفاعي، دراسة أثر الخدمات الأخرى لمراجع الحسابات على جودة المعلومات المحاسبية، مرجع سابق، ص63.

نوعية لبلوغ كفاءة السوق. ويعد أكبر انجاز للهيئة ولسوق الأوراق المالية ككل هو رفع تصنيفها خلال 2014 إلى سوق ناشئة.

3. يمكن القول أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لتعزيز الإفصاح والشفافية في المعلومات ساهم بشكل كبير في تحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية في الإمارات، وهو ما انعكس على زيادة نشاطها وتحسن أدائها نتيجة زيادة ثقة المتعاملين في السوق حول المعلومات المتداولة ومدى صدقها مما يسهل عملية اتخاذ القرارات.

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها، ونظراً لطبيعة سوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية وبالأخص الجزائر. سنقترح بعض التوصيات التي يمكن الاستعانة بها لتعزيز حوكمة الشركات المدرجة في البورصة وبالتالي تحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن بين هذه التوصيات أو المقترحات التي توصلنا إليها نذكر ما يلي:

- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على الشركات المخالفة.
- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة على مستوى الشركات مثل لجان المراجعة، لجنة التحفيزات والمكافآت، لمساعدة مجلس الإدارة في أداء المهام الموكلة له دون أية ضغوط.
- الاهتمام بإعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وجعلها اجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللائحة.
- مراجعة شروط الإدراج بالبورصة وتعديلها من خلال تضمين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ضمن هذه الشروط.
- الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات

¹⁵ عيادي عبد القادر ونوي الحاج، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 19 و 20 نوفمبر 2013.

¹⁶ عيادي عبد القادر ونوي الحاج، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سابق.

¹⁷ <http://esm.sca.ae/ARABIC/Pages/AboutESM.aspx> تاريخ الاطلاع عليه: 2015/11/08.

¹⁸ <https://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx> تاريخ الاطلاع عليه: 2015/11/08.

¹⁹ <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> تاريخ الاطلاع عليه: 2015/11/09.

²⁰ <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/establishment.aspx> تاريخ الاطلاع عليه: 2015/11/09.

²¹ المادة 08 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000.

²² المادة 09 من نفس القرار السابق.

²³ للمزيد من التوضيح يمكن الرجوع إلى المواد 10، 12، 13 من نفس القرار السابق.

²⁴ للاطلاع على هذه الحالات يمكن الرجوع إلى المادة 14 من نفس القرار السابق.

²⁵ الحالات التي يتم فيها إلغاء الإدراج مذكورة في المادتين 15 و 16 من نفس القرار السابق.

²⁶ أنظر المواد من 17 إلى 25 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000.

^{*} تم تعديل نص المادة (25) بموجب القرار رقم (5/ر) لسنة 2008.

²⁷ المادة 26 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000.

²⁸ المادة 27 من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000.

²⁹ تم تعديل البند (2) من المادة (37) بموجب القرار رقم (46) لسنة 2010