

دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية

أ/ حسام الدين غضبان

جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)

houssem.doctorant@gmail.com

ملخص:

تلعب الأسواق المالية دورا استراتيجيا و هاما في تحقيق النمو الاقتصادي، وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بجشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

وتعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمان لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها، والعمل على التقليل من إخفاق وتعثر هذه الشركات. و من خلال هذا التقديم يمكن طرح الإشكالية التالية: كيف تساهم حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية بالدول النامية؟

الكلمات المفتاحية:

حوكمة الشركات - الأسواق المالية - خلق القيمة - الإفصاح - الشفافية - كفاءة السوق المالي - الثقة - الأطراف الآخذة

Le rôle de la gouvernance d'entreprise dans la revitalisation des marchés financiers des pays en développement

Résumé :

Les marchés financiers jouent un rôle stratégique et un rôle important dans la réalisation de la croissance économique, en particulier en termes de financement est la mobilisation de l'épargne nationale, et les transforment en canaux d'investissement le plus approprié grâce à la fourniture de données de base nécessaires pour démontrer les opportunités d'investissement disponibles pour les investisseurs locaux et étrangers,

La gouvernance d'entreprise, y compris en ce qui concerne les significations de divulgation et de transparence et de garantir les droits des actionnaires en tant que mécanisme pour accroître l'efficacité des marchés financiers et de leurs performances et de maximiser la valeur des entreprises qui contribuent à rendre ces marchés sont un moteur de croissance économique plutôt que l'inhiber, et travailler à réduire l'échec et de ces entreprises. Grâce à cette présentation peut être demandé à la problématique suivante: Comment la gouvernance d'entreprise contribuer à la revitalisation des marchés financiers dans les pays en développement?

Les mots clés :

Gouvernance des entreprises - Les marchés financières - Création de valeur - La divulgation - La transparence - L'efficacité du marché financier - La confiance - Les parties prenantes .

دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية

1- الإطار المنهجي للبحث:

1-1- أهداف البحث:

من أهداف البحث التي نسعى إلى تحقيقها:

- توضيح ماهية حوكمة الشركات خاصة في ظل القفزة النوعية التي حققها المفهوم من ناحية الاهتمام به، رغم حداثة الموضوع.

- أهمية تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة، و المؤسسات الناشطة في البورصة بصفة خاصة.

- توضيح الأسباب التي أدت إلى الانهيار الأخلاقي في المؤسسات، و انتشار الفساد.

- معرفة خصائص الأسواق المالية في الدول النامية.

- إيجاد العلاقة بين حوكمة الشركات و الأسواق المالية.

- إبراز آليات الحوكمة التي تساهم في تفعيل الأسواق المالية خاصة في الدول النامية.

1-2- أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في كونه يتطرق إلى موضوعين لا يمكن للمؤسسة أن تتجاهلهما في الوقت الحالي، لأنهما يرتبطان بنشاط المؤسسة و بقائها، في ظل الظروف الراهنة التي تتميز بانتشار الفضائح و الأزمات المالية نتيجة غياب الرقابة و الواعز الأخلاقي. فحوكمة الشركات تعتبر الأسلوب الإداري المفضل رقم واحد لدى المسيرين في المؤسسات و الباحثين في الجامعات، أما الأسواق المالية فتعتبر السوق الخصب و المريح الذي يحبه المستثمرون و أعوانهم (المضاربون، السمسارة...). لذلك تكمن أهمية البحث في كونه يتطرق إلى الطريقة التي يمكن بها أن تفعل الأسواق المالية في الدول النامية.

1-3- إشكالية البحث:

نسعى من وراء هذا البحث إلى التأكيد على أهمية الالتزام بحوكمة الشركات و من ثم توضيح دورها في تنشيط الأسواق المالية بالدول النامية، و هذا من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: كيف تساهم حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية بالدول النامية ؟

1-4- منهجية البحث:

في سبيل الإجابة على إشكالية البحث اعتمدنا على المنهج الاستنباطي من خلال الرجوع إلى المراجع الأجنبية و العربية و أخذ منها ما يخدم مصالح بحثنا، أي الانطلاق من المعلوم لاكتشاف المجهول.

تمهيد:

تميز عقد التسعينات من القرن العشرين بتطورات سريعة و عنيفة أصابت بنية الاقتصاد العالمي، فبرزت آثار عولمة الأسواق المالية، و انهارت أسواق مالية في جنوب شرق آسيا و أمريكا، وتسارعت عمليات الخصخصة و التحول إلى اقتصاد السوق، هذه التطورات دفعت كل من صندوق النقد الدولي

و البنك الدولي إلى المشاركة مع منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OECD) إلى صياغة مبادئ حوكمة الشركات و من ثم دراسة مدى فاعليتها بكل من الأسواق المالية المتقدمة و الناشئة على حد سواء، خاصة لما نعلم أن اقتصاد الدول غدا يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، فهذا الأخير يعتبر مرآة حقيقية تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد.

و نظرا للحمود الذي يطبع معظم الأسواق المالية في الدول النامية فإن الحاجة ملحة لخوض إصلاحات و إدخال مفاهيم جديدة في الاقتصاديات النامية، و من دون شك فإن أبرز ما يمكن الاعتماد عليه لمباشرة عملية تنشيط الأسواق المالية هي آلية حوكمة الشركات، و هذا ما سنحاول توضيحه من خلال عناصر هذا البحث المتمثلة في:

I- مدخل إلى حوكمة الشركات

II- الأسواق المالية في الدول النامية

III- دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية

I- مدخل إلى حوكمة الشركات:

بعد الفضائح و الأزمات المالية و الانهيارات المتعددة التي زعزعت عالم الأعمال في السنوات الأخيرة خاصة بإفلاس المؤسسات الكبيرة (إنرون، وورد كوم....)، أثّر جو من الخوف و التردد لدى أصحاب رؤوس الأموال (les investisseurs) نتيجة لعدم قدرة آليات التسيير (Outils de gestion) في المؤسسات على تجنب هذه الأزمات.... نتيجة لهذه الظروف بدأ الحديث عن آلية جديدة تركز على ضرورة إتباع أساليب رشيدة تعمل على حماية المؤسسة من خلال العمل على إرضاء مختلف المتعاملين معها و التوفيق بين مصالحهم، وقد عرفت هذه الآلية بـ "حوكمة المؤسسات" ¹ Gouvernance d'entreprise (Brahim lakhlaf, 2007).

I-1- مفهوم حوكمة الشركات:

لغويا على المستوى المحلي و الإقليمي لم يتم التوصل إلى مرادف محدد لمصطلح Corporate governance باللغة العربية، ولكن بعد العديد من المحاولات و المشاورات مع عدد من خبراء اللغة العربية و الاقتصاديين و القانونيين المهتمين بهذا الموضوع، استقر مجمع اللغة العربية بمصر على مصطلح " حوكمة الشركات ". و الحوكمة لغويا معناها الحكم أو التحكم، أي السيطرة على الأمور بوضع ضوابط و قيود تحكم العلاقات داخل المنظمة.² (محمد سليمان، 2008) أما اصطلاحاً و بعد أن أصبحت حوكمة الشركات من الموضوعات المثيرة جدا خاصة بعدما اهتمت بها العديد من الدوائر الأكاديمية و الاقتصادية العالمية، فقد عرفت من قبل صندوق النقد الدولي على أنها: " الإدارة الرشيدة للشركات أو الاقتصاد بصورة عامة عبر حزمة من القوانين و القواعد التي تؤدي إلى الشفافية "، أما منظمة التمويل الدولية فعرفت بأنها: " مجموعة الأطر التنظيمية، الهيكلية، وعمليات التحكم التي تهدف إلى تنظيم العلاقة بين الإدارة، المالك، و أصحاب المصالح الآخرين ".³ (محمد سليمان، 2009).

من خلال هذه التعاريف يمكن القول بأن حوكمة الشركات تعني "إيجاد و تنظيم التطبيقات و الممارسات السليمة للقائمين على تسيير الشركة، بما يحافظ على حقوق المساهمين و العاملين بالشركة و أصحاب المصالح"⁴ (محسن الخضير، 2005)، ما يعني باختصار أن حوكمة الشركات تعبير واسع يتضمن قواعد و ممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركة لقراراتها، والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ هذه القرارات، ومدى المساءلة التي يتعرض لها المسؤولين عن القرارات.⁵ (عبد الوهاب علي، شحاتة شحاتة، 2006).

I-2- أسباب زيادة الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات:

هناك عدة عوامل ارتبطت بالمناخ الاقتصادي في دول العالم، ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات إلى العلن منها :
أ- منذ العام 1997 : مع انفجار الأزمة المالية الآسيوية، أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات، و الأزمة الآسيوية المشار إليها قد يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات و التشريعات التي تنظم نشاط الأعمال، و

العلاقات فيما بين منظمات الأعمال و الحكومات، و كانت المشاكل العديدة التي برزت إلى المقدمة أثناء الأزمة تتضمن عمليات و معاملات الموظفين الداخليين، منها حصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل في الوقت نفسه الذي حرصت فيه هذه الشركات على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور، و إخفاء هذه الديون من خلال طرق و أساليب محاسبية مبتكرة.

ب- مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبرى الشركات الأمريكية مثل إنرون Enron، وورلد كوم Worldcom وغيرهم من الشركات العالمية بدأ الحديث عن حوكمة الشركات حيث أن القوائم المالية لهذه الشركات كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، و ذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة و المحاسبة.

I-3- مبادئ حوكمة الشركات:

تعرف مبادئ حوكمة الشركات بأنها: " مجموعة الأسس و الممارسات التي تطبق بصقة خاصة على شركات المساهمة، وتتضمن الحقوق و الواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة، والتي تظهر من خلال النظام و اللوائح الداخلية المطبقة بالشركة" ⁶ (محمد سليمان، 2006).

في أبريل 1998 طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية من المنظمة أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الوطنية و غيرها من المنظمات الدولية و القطاع الخاص ، بوضع مجموعة من المعايير و المبادئ الخاصة بحوكمة الشركات، وفي سنة 2004 توصلت المنظمة إلى مجموعة من المبادئ الرسمية (و ذلك بعد اعتمادها مبادئ غير رسمية سنة 1999) التي تهدف إلى دعم الثقة في سوق رأس المال، و كانت هذه المبادئ على النحو التالي:

أ- ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات: و يقصد به ضرورة وجود أساس قانوني و تنظيمي مؤسس فعلا يمكن كافة المشاركين في السوق من الاعتماد عليه في إنشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، و عادة ما يضم إطار حوكمة الشركات عناصر تشريعية، تنظيمية، ترتيبات النظام الداخلي، و ممارسات الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة و تاريخها و ثقافتها. ⁷ (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004).

ب- حقوق المساهمين: يهدف هذا المبدأ إلى العمل على المحافظة على مصالح المساهمين أقلية كانوا أم أغلبية، صغار أم كبار، و يمكن القول بشكل أدق بأن على حوكمة الشركات أن تعمل على الأقل على حماية مصالح المساهمين التي يكفلها لهم القانون: كالحرية في الانتخاب، الإفصاح في الوقت المناسب عن المعلومات، التصويت....

ج- المعاملة المتكافئة للمساهمين: إن مجالس الإدارة و المديرين و كبار المساهمين قد تكون لديهم فرصة الاضطلاع بأنشطة معينة لتحقيق مصالحهم على حساب مصالح غيرهم من المساهمين، و عليه يتضمن هذا المبدأ تأكيداً على المعاملة المتكافئة للمساهمين في نطاق أساليب ممارسة سلطة الإدارة بالشركة، ولكن لا يتصدى للمبدأ للسياسات الحكومية في مجال تنظيم الاستثمار الأجنبي المباشر. ⁸ (طارق حماد، 2005).

د - دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات: عرف كل من KOCHAN ET RUBENSTIEN أصحاب المصالح: " هم الأفراد الطبيعيين و المعنويين الذين تتوفر فيهم ثلاث ميزات هي:

- القدرة على التأثير في أداء المؤسسة
- تقلص موارد خاصة من أجل تميز و نجاح المؤسسة
- القدرة على تحمل المخاطر مع المؤسسة

أما saches et Puston فقد عرفا أصحاب المصالح على أنهم: " الأفراد الذين يسعون لخلق الثروة للمؤسسة و السعي لنجاح أنشطتها " ⁹ (Yahchouchi .G). من خلال ما سبق يجب أن ينطوي إطار ممارسات حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصالح كما يراها القانون، و أن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة و فرص العمل.

ه - الإفصاح و الشفافية: ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق و في الوقت المناسب بشأن كافة المسائل المتصلة بالمؤسسة كالحالة المالية، هيكل المالية....

و - مسؤوليات مجلس الإدارة: حيث يجب أن تتيح حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية لتوجيه و تسيير المؤسسة، كما يجب أن تكفل المتابعة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، و أن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين. ¹⁰ (محمد سليمان، 2008).

I-4- أهمية حوكمة الشركات:

يمتد نظام حوكمة الشركات ليقاطع مع العديد من المجالات الاقتصادية، القانونية، الاجتماعية...، فمن الناحية الاقتصادية تبرز أهمية الحوكمة في كونها تعمل على ضمان رفع الأداء المالي ، تخصيص أموال الشركة، تدعيم المركز التنافسي للشركة من خلال كسب ثقة أصحاب المصالح في السوق، بالإضافة إلى كونها تساعد على جذب الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية. ¹¹ (غضبان حسام الدين، 2010).

أما من الناحية القانونية، يهتم القانونيون بحوكمة الشركات لأنها تعمل على ضمان حقوق الأطراف المختلفة بالشركة لأنها تعمل على ضمان حقوق الأطراف المختلفة، لذا فالتشريعات المنظمة لعمل الشركات تعد العمود الفقري لأطر و آليات حوكمة الشركات، حيث تنظم القوانين و اللوائح الداخلية بشكل محدد و دقيق العلاقات بين الأطراف المعنية في الشركة (قوانين الشركات، المنافسة، الضرائب...).

و عليه يمكن القول بأن أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية تتجلى من خلال التغلب على سلبات تنفيذ التعاقدات التي يمكن أن تنشأ نتيجة الممارسات السلبية التي تنتهك صيغ العقود المبرمة.

و من الناحية الاجتماعية و باعتبار أن الشركات تؤثر و تتأثر بالحياة العامة، حيث أن أدائها يمكن أن يؤثر على الوظائف، الدخول، المدخرات...، فإن الحفاظ على هذه الشركات و حسن تسييرها يعتبران عنصرا جوهريا في معادلة الأداء الاجتماعي.

إذن فالإطار الأشمل للحوكمة يكون مرتبطا ليس فقط بالنواحي القانونية، المالية، المحاسبية للشركات، و لكنه يرتبط ارتباطا وثيقا بالنواحي الاقتصادية و الاجتماعية و القانونية، و يمكن القول أنه إذا صلحت الشركة أو المؤسسة كنواة صلح الاقتصاد، و إذا فسدت فإن تأثيرها من الممكن أن يمتد ليضر عددا معتبرا من فئات الاقتصاد و المجتمع. ¹² (منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007).

II- الأسواق المالية في الدول النامية:

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، فلقد أثبتت بعض الدراسات أن حالة السوق المالي تشير بشكل عام إلى التطور في الاقتصاد المعني كما تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة و أوضاع الشركات المفيدة الناشطة ضمن هذا الاقتصاد ، و قد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية للنهوض بالاقتصاد خاصة في ظل العولمة.

كما تلعب الأسواق المالية دوراً حيوياً في تعبئة الموارد و المدخرات و تهيئتها للاستثمار، و كذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة، و تحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد و مستمر، بالإضافة إلى ما سبق يؤكد بعض الباحثين على أن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة تعمل على تنمية و توسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية.

II-1- مفاهيم حول الأسواق المالية:

يعرف السوق المالي على انه عبارة عن: " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع و شراء الأسهم و السندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال " .

كما تعرف بأنها: " السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً و شراءً على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة الناشطة في الاقتصاد، ما يساعد في تعبئة المدخرات و تهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي " .¹³ (عصام حسين، 2007).

كما يعرفها البعض على أنها: " ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة "، أما البعض الآخر فيرى بأن السوق المالي هي: " التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي) بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي).

من خلال هذه التعاريف يمكن استنتاج مجموعة من الخصائص التي تتميز بها الأسواق المالية، من أهمها:

- 1- كفاءة التشغيل: وهي قدرة السوق على تحويل الأموال و المواد لمن يحتاجون إليها، بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات و تضم التكلفة الوسيطة المالية، و تكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة.
- 2- كفاءة تخصيص الموارد: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال من لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص.
- 3- توفير السيولة: من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة الأسهم إعادةّها إلى الشركة المصدرة كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه و تحويلها إلى نقدية.
- 4- توفير المعلومات والاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة: السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وكذا حركة التعامل ولا يقتصر على توفير المعلومات فقط بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث وهي تؤثر في أسعار الأسهم، وهذه الخاصية يطلق عليها بكفاءة السوق.¹⁴ (مبارك بن سليمان، 2005).

II-2- تصنيفات الأسواق المالية:

كما سبق و أن رأينا فالسوق المالية هي وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها المشترون، البائعون، الوسطاء، السماسرة، بالإضافة إلى مختلف المتعاملين الإداريين بغرض تداول و توثيق وتعزيز الأصول المختلفة (المالية، النقدية...) لفترات متباعدة اعتمادا على قوانين و أنظمة ، و إلى حد ما عادات و تقاليد و أعراف معتمدة محليا ودوليا. و عليه تصنف الأسواق المالية إلى:

II-2-1- أسواق نظامية و أسواق غير نظامية:

تجري النشاطات المالية في نوعين رئيسيين من الأسواق يعرف أحدهما بالأسواق النظامية والآخر بالأسواق غير النظامية، تتبع الأسواق النظامية القواعد، الأنظمة، الأساليب، و الإجراءات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها في تسيير عملياتها و نشاطاتها، كما هو الحال مع سوق MYES (New York exchange stock)، أو في سوق عمان المالي.¹⁵ (هوشيار معروف، 2003).

كما يقصد بالأسواق المنظمة تلك الأسواق المالية التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، أين توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، كما يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب.¹⁶ (عصام حسين، 2007). و فيما يخص الأسواق غير النظامية و التي تدعى غالبا OTC (Over – the Counter)، فهي أسواق مالية لا تخضع للمحددات و الأساليب و التنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية، وبالتالي فإن نشاطات هذه الأسواق لا تجري وفق تشريعات البورصات الرسمية، ولا تعتمد تنظيمات إدارية محددة لنشر و تبادل و توثيق الأدوات المالية، غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدول التي تدار فيها أعمالها، فهي بعبارة أخرى تنفقد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة و تخضع في النهاية لرقابة الرسمية كأى سوق مالية نظامية.¹⁷ (هوشيار معروف، 2003).

كما تختص الأسواق غير النظامية أو الغير منظمة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (سوق منظمة) أم غير المسجلة فيها، ففيها تتم (المعاملات) خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، كما يتم هذا الأخير في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة.¹⁸ (عصام حسين، 2007).

II-2-2- أسواق أولية و أسواق ثانوية:

يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المساهمة المباشرة في الاستثمار أو التداول إلى أسواق مالية أولية أو سوق الإصدار: و هي الأسواق التي يتم فيها الاكتتاب في الأدوات الاستثمارية الصادرة عن الشركات...، بمعنى آخر في هذا السوق يكون فيه البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي. تعكس الأسواق المالية الأولية العناصر التالية:

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات
- تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني
- المناخ الاستثماري السائد في البلد
- النظام السوقي المعتمد

و عليه ففي الاقتصاديات التي تتسم بارتفاع معدلات تنميتها، و تزداد فيها الإمكانيات المالية و المادية و البشرية المرنة لتوسع الاستثمارات و تتسم مجتمعاتها بالاستقرار و الأمان و التطور

و يسود فيها النظام التنافسي السوقي الحر الذي يسهل فيه نشر المعلومات، تتعاظم ساعات الأسواق المالية فيها (أي الاقتصاديات) و كفاءتها، و تمتد تعاملاتها إلى أوسع نطاق.

بالإضافة إلى الأسواق المالية الأولية هناك الأسواق المالية الثانوية التي يجري فيها تداول الأدوات المالية، و يتحقق فيها نقل الملكية من شخص إلى آخر، و بالتالي فهي لا تضيف للتبادلات التجارية في هذه الأسواق أي رأسمال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها.

غير أن في المقابل فإن للأسواق الثانوية دور هام و إن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات للمؤسسات المعنية، لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه المؤسسات و خاصة بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها، و يؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيمة هذه الأدوات في السوق الثانوية. و إن هذا الاتجاه قد يتضاعف بتأثيراته السلبية و في حلقات متتالية من خلال مزيد من الإساءة إلى سمعة التنظيمات المذكورة و نشاطاتها السوقية و الاستثمارية.

و عليه فإن الأسواق الثانوية تولد باستمرار تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية، من أهمها:

أ- تجعل من السندات و الأسهم أكثر سيولة، وبالتالي فهي تخدم الأسواق الأولية في خلق السيولة الضرورية للاستثمارات الجديدة، وذلك حين تزيد رغبة المشترين عند الإصدار في الأسواق المالية

ب- إن المشترين للأدوات المالية في الأسواق الأولية لا يدفعون عادة أسعارا أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية، فتتزايد بذلك رؤوس أموال المؤسسات المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق الثانوية، و ذلك لأن الظروف السائدة في هذه الأسواق الأخيرة تعكس قدرات المؤسسة على إصدار الأدوات في السوق الأولية.

II-2-3- أسواق حالية و أسواق مستقبلية:

يمكن اعتماد الزمن من حيث فترات التعاقد و/أو الإنجاز كأساس لتمييز الأسواق المالية، حيث نجد الأسواق المالية الحالية: وهي الأسواق التي يتم فيها عرض و تداول و تسجيل الأدوات المالية المختلفة، وتعد فيها الصفقات لتنفيذ عادة بشكل فوري، و بالتالي فهي تتسم بنوع من التأكد اليومي لظروف الأسواق المعنية وذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق.

و على أية حال تسود الأسواق الحالية تبادلات متباينة و من حيث الأزمنة و الوصول، فمنها من تكون طويلة الأجل تتعلق بالأسهم و السندات أي بالأصول الرأسمالية، ومنها قصيرة الأجل (أقل من سنة و حتى ليون أو لبضعة أيام) و هي تخص الأدوات المعروفة بالنقدية لسرعة سيولتها: كأذونات الخزينة، شهادات الإيداع....

بالإضافة إلى الأسواق الحالية نجد الأسواق المستقبلية التي تعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم و السندات)، وهنا عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة.

و هناك عدة أنواع من المشتقات نذكر منها:

أ- عقود الخيارات: تعطي هذه العقود حقوق الخيارات في شراء أو بيع أداة معينة في وقت محدد، أين تعتمد الأسعار الحالية و تنفذ العقود مستقبلا.

ب- الحقوق المتداولة: وهي حقوق تعطي لحاملها إمكانية شراء أسهم عادية عند سعر محدد و في وقت ما على أن تحدد فترة الاحتفاظ بهذه الأسهم و التي يمكن تبادلها في السوق المالية، علما بأن هذه الحقوق لا تشمل المطالبة بالحصص الموزعة أو المشاركة في التصويت.

ج- عقود المستقبل: وتتعلق هذه العقود بشراء أو بيع كمية معينة من سلعة ما عند سعر معين و ولوقت محدد، فيكون الأجل فيه هو السلعة و العاجل هو السعر، فتسمى في مجتمعاتنا بعقود السلم.

د- المقايضات: و هي تضم مجموعتين رئيسيتين للمبادلات إحداها للفائدة و الأخرى للعملة، و تقوم على وضع مدفوعات دورية بين طرفي التعاقد، ففيما يخص المجموعة الأولى تجري المقايضات بين معدلات الفوائد الطويلة أو المتوسطة الأجل مع معدلات الفوائد قصيرة الأجل، و بالنسبة للمجموعة الثانية تتم المقايضات من خلال تبادل مستقبلي لعمليتين عند نفس سعر الصرف السائد وقت التعاقد.

II-2-4- أسواق رأس المال و أسواق النقد و أسواق الصرف الأجنبي:

يمكن تصنيف الأسواق المالية من حيث أنواع الأدوات و فترات استثمارها إلى ثلاث أنواع رئيسية هي:

أ- أسواق رأس المال: و هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى و التي تتجاوز فترة سدادها للسنة الواحدة، و تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية و الممتازة) و السندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى مؤسسات خاصة، حكومية، أو خيرية.... إن أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية، حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبياً، و تحمل عوائد مستقرة و منتظمة غالباً.

ب- الأسواق النقدية: و هي أسواق مفتوحة تنافسياً، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل و التي لا تتجاوز فترات استثمارها غالباً سنة واحدة، و بالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات " أسواق نقدية " جاءت بسبب سرعة و سهولة تحولها إلى سيولة. و من أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق: أذونات الخزينة، ودائع قابلة للتداول....

ج- أسواق الصرف الأجنبي: تشمل هذه الأسواق كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات الدولية، و تتسم بالخصائص العامة للأسواق المالية و التي من أهمها عدم اشتراط مكان معين، و إنجاز نشاطاتها من خلال شبكات الاتصال المنتشرة عبر المراكز المالية في كافة أنحاء العالم.¹⁹ (هوشيار معروف، 2003).

II-3- الأسواق المالية في الدول النامية:

لقد حققت الأسواق المالية في الدول النامية تطوراً كبيراً فاق كل التوقعات في السنوات الأخيرة، وقد شمل هذا التطور زيادة في حجم التداول و مجموع رزمة السوق و عدد الشركات المدرجة و معدل دوران الأسهم، بالإضافة إلى التطورات القانونية و المالية و التنظيمية التي صاحبت التطورات الأخرى.

و للتدليل على سرعة نمو الأسواق المالية و تطورها في البلدان النامية فقد بلغ مجموع رزمة الأسواق النامية و التي تقوم برصدها نشرة متخصصة تصدرها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) نحو 85.6 مليار دولار سنة 1980 ، وناهز مجموع رزمة الأسواق سنة 1990 أكثر من 200 مليار دولار أي بنسبة نمو تعادل 700% خلال عشرة سنوات، كما أن عدد الشركات المدرجة في تلك الأسواق تضاعف ووصل إلى 11000 شركة سنة 1990، ولقد لفت هذا النمو السريع انتباه المستثمرين الغربيين إذ تشير الوقائع إلى أنه ومنذ منتصف الثمانينات أخذت صناديق الاستثمار المشترك بالتركيز على أسواق الدول النامية، و قد قفز عدد الصناديق التي تستثمر بتلك الأسواق من أربعة صناديق في بداية الثمانينات إلى 120 صندوقاً مع بداية التسعينات. بل و زاد اهتمام المستثمرين بتلك الأسواق إلى درجة أن بورصات الولايات المتحدة قامت بإدراج أكثر من 17 صندوقاً ضمن تعاملاتها كما قامت بريطانيا بإدراج ثلاثة و عشرون صندوقاً في بورصة لندن.

و يمكن إرجاع أسباب هذا النمو السريع للأسواق المالية و تطورها في الدول النامية إلى مجموعة من العوامل نذكر منها:

أ- الربحية العالية: تشير الإحصائيات و الأرقام القياسية الممثلة في المؤشرات المستخدمة و التي تعكس الارتفاع في أسعار الأسهم المدرجة في الأسواق المالية إلى أن معدلات الأرباح الرأسمالية المختلفة في أسواق الدول النامية تفوق تلك المحققة في أسواق الدول المتقدمة. فقد أظهر مؤشر مؤسسة التمويل الدولية و المأخوذ من تسعة عشر سوقا في الدول النامية أن العائد السنوي المركب في تلك الأسواق وصل إلى نسبة 33.9% ، و هذا المعدل يقل بنسبة بسيطة عن العائد من الأسواق الأوروبية و البالغ 36.5% ولكنه أعلى بكثير من معدل العائد لمؤشر Standard and Poors الأمريكي.

ب- التوجه نحو تنويع المحفظة الاستثمارية: يعتبر مبدأ تنويع الاستثمارات من المبادئ الأساسية في سياسات الاستثمار، و حتى فترة وجيزة كانت فكرة التنويع الجغرافي تقتصر على توزيع الاستثمارات بين الدول المتقدمة مثل أسواق الولايات المتحدة، ألمانيا، اليابان...، إلا أن بعدا دوليا آخر أضيف الآن لزيادة التنويع الجغرافي وهو إمكانية الاستثمار في الأسواق المالية للدول النامية. كما أن تدويل التعامل في الأسواق النامية و إزالة القيود التي كانت مفروضة على دخولها تلك الأسواق و الحوافز المغرية التي تمنحها تلك الدول ساعد على زيادة الاستثمارات الأجنبية في أسواق الدول النامية.

ج- سهولة التعامل مع أسواق الدول النامية: لقد نجحت كثير من الدول النامية في استقطاب الاستثمارات الأجنبية و ذلك بفضل الحوافز التي تقدمها للمستثمرين الأجانب. فقد قامت غالبية الدول بإزالة العوائق التي كانت مفروضة على الأجانب عند تعاملهم مع أسواق الأوراق المالية، و سمحت لرؤوس الأموال الأجنبية بالدخول و تحويل الأرباح بدون عائق. أضف إلى ذلك أن الاستثمار بالأسواق المالية يعتبر بديلا مرضيا عن الاستثمار المباشر لجميع الأطراف.

و بالطبع لا يمكن الإدعاء أن الأسواق المالية في الدول النامية أصبحت عالية الكفاءة و تخلو من العيوب، بل إن الأسواق النامية مازالت تعاني من مستوى الكفاءة الضعيف و الركود خاصة ببعض الدول. ويعتقد بعض الكتاب أن ضعف كفاءة السوق المالي بالدول النامية يعود إلى عدم انتظام توزيع المعلومات و دقتها، كما أن الشركات في الدول النامية اعتادت على التأخر في إصدار تقاريرها السنوية بالإضافة إلى قلة المعلومات التي تقدمها.

لذلك سنحاول في العنصر الموالي إبراز دور حوكمة الشركات في القضاء على مشكلة عدم انتظام توزيع المعلومات لمختلف الأطراف الآخذة، وكذا أهمية الشفافية في التعاملات بين مختلف المتعاملين.²⁰ (هشام غرايبة ، رتاب خوري، 1994).

III-1 دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية:

إن الركود و الجمود الذي تعرفه مختلف الأسواق المالية بالدول النامية أدى إلى المناداة بضرورة إتباع نظرة عملية عن كيفية تطبيق مفهوم الحوكمة في المؤسسات و الشركات للدخول بقوة إلى هذه الأسواق و لتفادي مختلف الأزمات، ويرجع ذلك إلى أن الحوكمة ليست مجرد أسلوب أخلاقي جيد يجب إتباعه، بل أن الحوكمة هي وسيلة للتأكد من دقة وحسن أداء المؤسسات المالية والمصرفية بما يؤدي إلى ضمان تحقيق الأهداف والربحية والنمو للاقتصاد بصفة عامة وللمؤسسات الأعمال بصفة خاصة.

III-1-1 مبادئ حوكمة الشركات كضابط من ضوابط السوق المالي:

بدأت معظم الأسواق المالية التفكير في إلزام الشركات المقيدة في البورصة بأن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط جديد من شروط القيد، هذه القواعد مطبقة عالميا على الشركات و تقوم الهيئة العامة لسوق المال بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح فترة زمنية لهذه الشركات كي تنظم أمورها لتتوافق مع حوكمة الشركات. و بدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة نجد أن جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات.

و لكن في الأسواق الناشئة نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب تتمثل في إن هناك الكثير من الآليات الضرورية المفقودة في تلك الأسواق و التي هي في اشد الاحتياج إليها لتطبيقها والعمل بها. ولعل هذه الأسباب وتلك السبلات هي من أهم الأسباب وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة و التي حالت دون وصول هذه الأسواق إلى أية صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة. وبتحليل الفترات الزمنية التي مرت بها الأوراق المالية وما استتبعه ذلك من عمليات جذب وتنشيط الشركات لكي تقوم ببيع أسهمها لدى البورصة كمنح بعض المزايا الضريبية فيجب العمل على تطوير هذا النظام وان تكون بورصة الأوراق المالية سوقا فعلية لمن يرغب في بيع وشراء أسهم الشركة و الو حصول على تمويل ذاتي لإجراء بعض التوسعات لدى شركته. من ناحية أخرى فان تطبيق قواعد الحوكمة ستزيد من ثقة المستثمرين و المساهمين في أداء الشركات وتضمن لهم حقوقهم لأن احد متطلباتها، رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة الأسواق لأنها تضمن حقوق المساهمين الأساسية كحق المساهمين في المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية في الشركة وحق المساهمين في المشاركة بفعالية، والتصويت في اجتماع الجمعية العامة و إعلامهم بالقواعد بما في ذلك إجراءات التصويت التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة، ووجوب الإفصاح عن الهيكل المالي للشركة.

تؤثر الحوكمة على السوق المالي بتأثيرها على الشركات من حيث حجم التداول، أسعار الأسهم ودعم الثقة بين الأطراف المتعاملة.

حيث أن التطبيق الفعلي لقواعد الحوكمة يحقق الشفافية و العدالة و يجيز مساءلة إدارات بما يحمي المساهمين وحملة الوثائق جميعا ويراعي مصالح العمل والعمال و الحد من استغلال السلطة مما ينعكس إيجابا على تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات الوطنية وتعظيم الربحية و إتاحة فرص عمل جديدة. كما يزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح . إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري.²¹ (محمد سليمان، 2008).

III-2- دور الإفصاح المحاسبي في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية:

كان الإفصاح وليد الانفصال بين الملكية والتسيير، هذا الانفصال أوجد بعدا بين المساهمين الذين يمتلكون المؤسسة وبين المعلومات المحاسبية والمالية التي تمثل مركز المؤسسة المالي. وبذلك يلعب الإفصاح دورا مهما في تنشيط السوق المالي لأن المستثمرين يعتمدون على تقاريره في اتخاذهم للقرارات الاستثمارية، وما لا شك فيه أن وجود قصور في التقارير المالية والمحاسبية يجعل البيانات والمعلومات الواردة فيه مضللة، ما ينعكس على قرارات الأطراف التي تريد التعامل مع المؤسسة.²² (محمد سليمان، 2009) يساهم الإفصاح في تنشيط السوق المالي من خلال تحسين صورة المؤسسات في هذا الأسواق بحيث يتم تقديم المعلومات الحقيقة عن حالة المؤسسة إلى الجمهور، تتضمن هذه المعلومات:

- تقديم المعلومات الملائمة لاحتياجات المستفيدين : كتقديم معلومات تساعد على تقييم قدرة المؤسسة في المستقبل على توليد تدفق نقدي إيجابي كاف، بمعنى آخر تدفق نقدي من الممكن للمؤسسة توزيعه للوفاء بالتزاماتها المالية عند استحقاقها بما في ذلك توزيع الأرباح على المساهمين دون تقليص لحجم أعمالها.
- القياس الدوري لدخل الشركة: من المعروف أن قدرة الشركة على تحقيق الدخل وتحويله إلى تدفق نقدي في المستقبل تعتمد على تغيرات كثيرة منها: الظروف الاقتصادية العامة، الطلب على منتجاتها أو خدماتها، ظروف العرض في الحاضر والمستقبل، كما تتوقف على قدرة الإدارة على التنبؤ بالفرص المتوقعة في المستقبل، والاستفادة من تلك الفرص وقدرتها على التغلب على الظروف غير الملائمة وما إلى ذلك من العوامل، ومن المؤكد أن تقييم أثر بعض هذه التغيرات على أداء الشركة قد يحتاج إلى معلومات يوفرها الإفصاح المحاسبي.
- تقديم معلومات عن الموارد الاقتصادية للشركة ومصادرها.²³ (محمد سليمان، 2006)

III-3- أهمية الشفافية في تعاملات الأسواق المالية

تعتبر الشفافية أداة هامة لمحاربة الفساد المالي و الإداري في المؤسسات فهي ببساطة عبارة عن تقاسم المعلومات و التصرف بطريقة مكشوفة عن طريق توفير إجراءات واضحة لكيفية صنع القرارات في المؤسسة.

يعد مفهوم الشفافية من المفاهيم التي دخلت اللغة العربية حديثاً، فلم يكن هذا المصطلح و ما له من دلالات لغوية معروفاً أو متداولاً في الأدبيات العربية حتى وقت قريب إلا حديثاً مع تأسيس منظمة الشفافية الدولية عند بداية تسعينات القرن الماضي، حيث أسسها الألماني Peter Eigen مع تسع أشخاص آخرين من خمس دول. و هناك من يؤكد أن تطبيق الشفافية صار مطلباً حضارياً و إنسانياً في سبيل القضاء على الفساد، حيث أن تطبيقها يخدم أهداف جميع الأطراف الآخذة عن طريق توفير المعلومات التي يحتاجونها في نشاطاتهم.

فالشفافية ركيزة أساسية من ركائز الاقتصاد الحديث ولا يمكن للمؤسسات أن تزدهر إذا لم ترافقها في فترة نشاطها، كما تعتبر من مبادئ حوكمة المؤسسات التي تعني توفير بيئة عمل جذابة يسهل من خلالها التنبؤ بالتغيرات الحاصلة فيها.²⁴ (حسين المحمدي، 2008).

و عليه و من خلال ما سبق فالشفافية تساهم في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية من خلال:

- عدم تسريب المعلومات قبل الإعلان عليها.
- النشر الإلكتروني للمعلومات ليتسنى للجميع الوصول إليها.
- تحليل الانحرافات و العمل على التقليل منها و كشفها للرأي العام.
- تطابق التقارير مع النمط الدولي .
- تقييم الأداء مع أفضل الممارسات الدولية .
- تطابق الممارسات مع معايير المحاسبة والمراجعة الدولية.
- المساءلة المحاسبية لأعضاء مجلس الإدارة.
- التنبؤ بربحية الشركة مستقبلاً.
- تحليل ملكية تركز الأسهم.²⁵ (محمد عبد الفتاح، 2005).

خاتمة:

إن الحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح و الشفافية وتقدم المعلومات المالية التي تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتها، فمما لاشك فيه أن الحوكمة هي احد المجالات التي تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق من خلال حماية الاستثمارات، ومنح المستثمرين الثقة في مختلف الأسواق المالية الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة والغير مباشرة.

قائمة المراجع و الهوامش:

- ¹ Brahim lakhlaf, la bonne gouvernance, édition dar el khaldounia, Alger, Algérie, 2007, p.30.
- ² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات: دور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 14.
- ³ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 18.
- ⁴ محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005، ص 47.
- ⁵ عبد الوهاب نصر علي و شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 77.
- ⁶ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و محاربة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 15-16.
- ⁷ مركز المشروعات الدولية CIPE.
- ⁸ Yahchouchi .G, « valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise », www.lacpa.org.lb/.../18%20Dr.%20Georges%20Yahchouchi.pdf
- ⁹ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 09.
- ¹⁰ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات: دور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، المرجع السابق، ص 15.
- ¹¹ حسام الدين غضبان، دور حوكمة الشركات في خلق القيمة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص تسيير استراتيجي للمنظمات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، السنة الجامعية 2010/2011.
- ¹² حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2007، ص 09.
- ¹³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 17.
- ¹⁴ مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر و التوزيع، الرياض، السعودية، 2005، ص 34-35.
- ¹⁵ هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 58.
- ¹⁶ عصام حسين، المرجع السابق، ص 22.
- ¹⁷ هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 59.
- ¹⁸ عصام حسين، المرجع السابق، ص 22.
- ¹⁹ هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 64-70.
- ²⁰ هشام غرايبي و رتاب خوري، الأسواق المالية في الدول النامية (تطوراتها و أهميتها)، مجلة أبحاث اليرموك، أريد، الأردن، العدد الثالث، 1994، ص 430-432.
- ²¹ دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء و كفاءة السوق المالية، www.souforum.com/t-1578-p-x-ph-inde-vb/archive/ 3.html
- ²² محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، المرجع السابق، ص 91.
- ²³ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و محاربة الفساد المالي و الإداري، المرجع السابق، ص 171.
- ²⁴ حسين الحمدي، الفساد الإداري لغة المصالح، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 35.
- ²⁵ محمد عبد الفتاح، إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة الأردنية، 25-27/04/2005.