

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي قالمة

قسم علوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية وعلم التسيير



تخصص: نقود ومؤسسات مالية

## سوق الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات

مذكرة مقدمة في ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تحت إشراف الأستاذ:

- بن زبوشي وليد

من اعداد الطالبات:

- روكاس فريدة

- سعادة صليحة

السنة الجامعية: 2011/2010

# تشكرات

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله حمد يليق بجلاله وعظيم سلطانه نحمده حمدا

طيبا مباركا فيه اعان عباداه ويسير السبل وعملوا لمرضاته واخلصوا له  
الولاء فازوا بنعمته ونصلي ونسلم على حبيبنا المصطفى الذي كان  
وما زال خير معلما للبشرية والذي اهتدينا به وغرس في قلوبنا الايمان  
والعلم والمصادق لقوله صلى الله عليه وسلم " من لم يشكر الناس لم يشكر  
الله " وانه يقودنا الشرف والاعتراف بالجميل بعدما اتمنا هذا العمل  
المتواضع ان نتقدم بجزيل الشكر وخالص التقدير والامتنان الى الاستاذ  
المشرف "وليد " الذي يبخل علينا بنصائحه ودعواته وتوجيهاته القيمة  
لنا التي ما لبثت ان تكون دعما لنا فله من الله العظيم الجزاء وله من  
ابلق الشكر والتقدير كما نتقدم بشكر الجزيل الى الاستاذة الفاضلة والى  
كل من ساعدنا في انجاز هذا العمل المتواضع .

# الأهداء

صليحة

ربي أوزعني أن اشكر نعمتك التي انعمت علينا وان اعمل صالحا  
ترضاه وأدخلنا برحمتك في عبادك الصالحين  
والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله  
اهدي هذا العمل المتواضع الى من قال فيها الرحمن  
بسم الله الرحمن الرحيم " ولا تقل لهما واف ولا  
تنرهما وقل لهما قولا كريما وخفض لهما جناح  
الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما  
ربياني صغيرا "

الى والدي والى اخوتي وأختي العزيزة  
" اكرام " والى رفيقة دربي " فريدة "

\*\*\*\*\*

اهدي هذا العمل المتواضع الى من قال فيها الرحمن  
بسم الله الرحمن الرحيم " ولا تقل لهما واف ولا  
تنرهما وقل لهما قولا كريما وخفض لهما جناح  
الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما

ربياني صغيرا " الى والدي

الى اخوتي واخواتي الى عزيز على قلبي اخي

" ابراهيم "

الى من رافقتني في هذا المشاور " صليحة "

كما لا انسى من ساعدني على طبع هذا العمل

عبد الله وحده وثم إيمان ، راوية ، رحمة .

فريدة

قائمة الجداول  
قائمة الاشكال  
المقدمة

أ، ب، ج

الفصل الأول: سوق اوراق المالية

05

تمهيد

06

المبحث الاول : الاطار المفاهيمي لسوق المال

06

المطلب الاول : ماهية السوق المالي

06

أولاً: تعريف السوق المالي

07

ثانيا : اهمية سوق المالي

08

ثالثاً: اقسام سوق المالي

08

المطلب الثاني : نشأة الاسواق المالية وتعريفها

08

اولا : نشأة الأسواق المالية

10

ثانيا : تعريف سوق الارواق المالية

10

ثالثاً : مؤشرات الاسواق المالية

12

المطلب الثالث : اقسام اسواق الارواق المالية وشروط قيامها وخصائصها

12

أولاً: اقسام سوق الارواق المالية

14

ثانيا: شروط قيام سوق الارواق المالية

15

ثالثاً: خصائص سوق الارواق المالية

16

المطلب الرابع : اهمية سوق الارواق المالية ووظائفها

16

أولاً: اهمية سوق الارواق المالية

17	ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية
21	المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية وتنظيمها
21	المطلب الاول : الادوات المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية
21	اولا: تعريف الأوراق المالية
21	ثانيا : انواع الاوراق المالية
31	المطلب الثاني : اعضاء بورصة الأوراق المالية
31	أولا: أعضاء العاملين
32	ثانيا: الاعضاء الغير العاملين
33	ثالثا: تصنيف المتعاملين الى عارضين وطالبيين
34	المطلب الرابع : القواعد والإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية
34	أولا: اوامر في سوق الأوراق المالية
36	ثانيا: تسعير اوراق المالية
37	ثالثا: اساليب القيد والتداول في سوق الاوراق المالية
39	المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية
39	المطلب الاول : تعريف كفاءة سوق الاوراق المالية
39	أولا: الكفاءة الكاملة
40	ثانيا: الكفاءة الاقتصادية
40	المطلب الثاني : متطلبات الكفاءة
40	اولا: الكفاءة الداخلية
41	ثانيا : الكفاءة الخارجية

42	المطلب الثالث : مستويات الكفاءة
42	أولاً: صيغة الضعيفة لكفاءة السوق
42	ثانياً : صيغة المتوسطة لكفاءة السوق
42	ثانياً : صيغة القوية لكفاءة السوق
43	- الخلاصة
	الفصل الثاني : اطار النظري لحوكمة الشركات
45	تمهيد
46	المبحث الاول : مفاهيم حول حوكمة الشركات
46	المطلب الاول : نشأة مفهوم حوكمة الشركات
47	المطلب الثاني : تعريف حوكمة الشركات وخصائصها وتطبيقها
47	أولاً: تعريف حوكمة الشركات
48	ثانياً: خصائص حوكمة الشركات
49	ثالثاً: مراحل تطبيق حوكمة الشركات
51	المطلب الثالث : الاطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات
53	المطلب الرابع : اسباب الاخذ بحوكمة الشركات وظروف تطبيقها
53	أولاً : اسباب اخذ بحوكمة الشركات
54	ثانياً : العوامل المساعدة على الحوكمة الشركات
55	المبحث الثاني : اهداف حوكمة الشركات المحددة الاساسية لتطبيقها واهميتها وركائزها
55	المطلب الاول : اهداف حوكمة الشركات



- 79 المبحث الثاني : حوكمة الشركات وأثارها على مستوى وأداء سوق الأوراق المالية وكفاءته
- 79 المطلب الاول : القوانين المرتبطة بحوكمة الشركات وعلاقتها بالسوق المالية
- 79 المطلب الثاني : دور حوكمة الشركات في حماية وتعزيز حقوق المساهمين
- 80 اولاً: حماية حقوق المساهمين من خلال مبادئ الحوكمة
- 80 ثانياً : اثر تحسين جودة الحوكمة على ثقة المساهمين
- 82 المطلب الثالث : انعكاس جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق الاوراق المالية
- 82 اولاً: اثر المعلومات المحاسبية على سوق الاوراق المالية
- 83 ثانياً : اهمية المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات
- 88 المطلب الرابع : اثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الاوراق المالية
- 89 المبحث الثالث : الحوكمة والأزمة المالية الحالية
- 89 المطلب الاول : جذور الازمة ومراحلها
- 89 اولاً: جذور الازمة
- 89 ثانياً : مراحل الازمة
- 91 المطلب الثاني : اسباب الازمة وعوامل وتحولها الى ازمة عالمية
- 91 اولاً: اسباب الازمة
- 93 ثانياً : العوامل المؤدية الى تحول الازمة مالية عالمية
- 94 المطلب الثالث : انعكاسات الازمة على سوق الاوراق المالية
- 96 المطلب الرابع : العلاقة بين الازمة المالية الراهنة وحوكمة الشركات
- 96 المطلب الخامس : حوكمة الشركات للتصدي للازمة المالية الحالية



الفصل الرابع دراسة حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية لكل من

الأردن والجزائر

تمهيد

100

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية الأردنية

101

المطلب الأول : مفاهيم حول سوق الأوراق المالية الأردنية

101

أولاً: نشأة الأوراق المالية الأردنية

101

ثانياً : أقسام سوق الأوراق المالية الأردنية

103

ثالثاً : مميزات سوق عمان للأوراق المالية

104

رابعاً : أهداف سوق عمان للأوراق المالية

105

خامساً : دور بورصة الأوراق المالية الأردنية

105

المطلب الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

106

أولاً : الهيكل التنظيمي

107

ثانياً : المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية

108

المطلب الثالث : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية

109

أولاً : الأسهم العادية

110

ثانياً : اسناد القرض

110

ثالثاً : سندات المقارضة

110

رابعاً : أدوات الدين العام

111

المطلب الرابع : سوق الأوراق المالية الأردنية : التداول والمؤشرات

111

- 111 اولاً : شروط ادراج اوراق المالية في بورصة عمان
- 114 ثانياً : تداول الاوراق المالية في بورصة عمان
- 115 ثالثاً : مؤشرات اداء سوق عمان للأوراق المالية
- 118 المبحث الثاني : الاردن وحوكمة الشركات
- 118 المطلب الاول : ظروف الاهتمام بحوكمة الشركات في الاردن
- 119 المطلب الثاني : الهيئات المهتمة بنشر حوكمة الشركات في الاردن
- 119 اولاً : جمعية منتدى حوكمة الشركات الاردنية
- 120 ثانياً : دور بورصة عمان
- 120 ثالثاً : دور دائرة مراقبة الشركة في حوكمة الشركات الاردنية
- 122 رابعاً : دور وزارة التجارة والصناعة في حوكمة الشركات الاردنية
- 123 المطلب الثالث : قواعد حوكمة في قانون الشركات الاردنية
- 126 المطلب الرابع : حوكمة الشركات سوق الاوراق المالية الاردنية
- 126 اولاً : الحوكمة وشروط القيد في البورصة الاردنية
- 126 ثانياً : تقييم سوق الاوراق المالية الاردنية بعد حوكمة الشركات
- 128 ثالثاً : الصعوبات التي تواجه حوكمة الشركات في الاردن
- 129 المبحث الثالث : الجزائر وحوكمة الشركات
- 129 المطلب الاول : الاطار العام لبورصة الجزائر
- 129 اولاً : تعريف بورصة الجزائر
- 129 ثانياً : الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر
- 131 ثالثاً : شروط الادراج في بورصة الجزائر

- 135 رابعا : اوامر بورصة الجزائر ونظام التسعير وتداول الاوراق المالية
- 138 المطلب الثاني : واقع الفساد في الجزائر
- 140 المطلب الثالث : واقع حوكمة الشركات في الجزائر
- 141 المطلب الرابع : معوقات الحوكمة في الجزائر
- 142 \*الخلاصة
- 143 \* الخاتمة

قائمة المراجع والمصادر

## قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
الجدول رقم 01	تطور مؤشرات الفساد في الجزائر للفترة 2003-2007	139

## قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
الشكل رقم 01	الاطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات	52
الشكل رقم 02	مبادئ منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية	56
الشكل رقم 03	العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية	84

86	حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية وأسواق الاوراق	الشكل رقم 04
----	--	--------------

## مقدمة :

إن ما يشهده العالم اليوم من تحرير الإقتصاديات السوق وما يتبعها من تغييرات في الأسواق، وما يترتب عليها من نتائج إقتصادية لها تأثير بالغ على الإقتصاديات القومية " مما أدى إلى زيادة حدة المنافسة وفي بعض الأحيان أدى إلى حدوث إنهيارات مالية نتيجة لجوء المنظمات إلى إجراء الكثير من الممارسات الإدارية والمالية الخاطئة حيث تزايد الإهتمام بأسواق الأوراق المالية في مختلف أنحاء العالم محدثا على تمويل خطط التنمية الإقتصادية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الإستثمارية، والأنسب من خلال توفير بيانات ضرورية لبيتن فرض الإستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين ولاتجنب وجود أسواق أوراق مالية ذات كفاءة عالية، تمنح مزاي عديدة للإقتصاد والنظام المالي إلا أن هذه الأسواق أصبحت في الآون الأخيرة أكثر عوزة لعمليات التلاعب والغش التي اصبح الجميع في حالة من الشك وإنعدام الثقة في صحة القوائم المالية المنشورة من طرف الشركات، مما ولد زمن ثقة في صحة المعلومات المتداولة في أسواق الأوراق المالية والتي تغير عن واقع العديد من الشركات كما أن تقارير مراجعي الحسابات غير دقيقة، ولإعادة ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية والحفاظ على استقرارها دعت الحاجة إلى ضرورة تطبيق قوائم وحوكمة الشركات .

وتعتبر حوكمة الشركات مصطلح اقتصادي حيث نسبيا ويعني إخضاع الشركات المساهمة للقوانين والأنظمة والتي تفرض المراقبة والمتابعة و ضمان أن تتسم بيانات تلك الشركات وممارساتها الإدارية والمالية بأقصى درجات الإفصاح والشفافية ، وحماية حقوق المساهمين حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة وعامل الاطمئنان للمستثمرين، مما تؤدي إلى كسب ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية .

كما أنها تعزز من تنافسية الشركات والتي بابت من أولويات معظم الشركات في العالم لمساهمتها الفعالة في تحسين أدائها وحماية مصالح كلا الأطراف المعنية بالشركات وبما أن أسواق الأوراق المالية هي المكان الذي يتداول فيه مختلف الأوراق المالية التي تصدرها تلك الشركات وعليه فإن لتطبيق قواعد حوكمة الشركات تأثيرا على أسواق الأوراق المالية

كما أنها تعزز من تنافسية الشركات والتي بابت من أولويات معظم الشركات في العالم لمساهمتها الفعالة في تحسين أدائها وحماية مصالح كلا الأطراف المعنية بالشركات وبما أن أسواق الأوراق المالية هي المكان الذي يتداول فيه مختلف الأوراق المالية التي تصدرها تلك الشركات وعليه فإن لتطبيق قواعد حوكمة الشركات تأثيرا على أسواق الأوراق المالية .

- وعلى ضوء ما سبق تظهر لنا الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تساهم حوكمة الشركات في تفعيل سوق الأوراق المالية وحمايتها من خطر الانهيارات المالية ؟

من خلال هذه الاشكالية يمكن تطرح التساؤلات الفرعية التالية :

\* هل للأسواق الأوراق المالية تأثير وأهمية بالغة في الاقتصاد ؟

\* ماذا نعني بحوكمة الشركات وماهي معاييرها ؟

\* هل الحوكمة عصا سحرية يمكن من خلالها مواجهة مشكلة الفساد ؟

\* مامدى نجاح تطبيق حوكمة الشركات في كل من الاردن والجزائر ؟

- ومن أجل التعامل مع الإشكالية السابقة وعلى أساس مبادئ البحث العلمي وكمنطلق للدراسة ارتأينا أن نضع مجموعة من الفرضيات المتمثلة فيما يلي :

- تؤدي حوكمة الشركات إلى تحقيق الشفافية والإفصاح ومن ثم تلعب دوراً أساسياً في تفعيل وتنشيط أسواق الأوراق المالية .

- لسوق المالي دوراً مهماً في تمويل النشاط الاقتصادي .

- تسعى الحوكمة إلى تحقيق الانضباط المؤسسي فضلاً عن دورها في تعزيز الشفافية والعدالة والاستقرار .

- يعتبر ضعف أو غياب حوكمة الشركات من الأسباب الرئيسية للارزمة المالية الراهنة

- إلتزام شركات المساهمة العامة في سوق الأردن للأوراق المالية مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .

- انتشار الفساد المالي والإداري في الجزائر راجع إلى غياب حوكمة الشركات.

بالإضافة إلى أهمية الدراسة فإن الهدف منها هو :

- محاولة الإحاطة ببعض الجوانب النظرية المتعلقة بسوق الأوراق المالية وحوكمة شركات.

- محاولة الوصول إلى أهمية وفعالية حوكمة الشركات في أسواق أوراق المالية .

- محاولة الوصول إلى الإستنتاجات واقتراحات من خلال دراستنا لتجربة الأردن في كمال - حوكمة الشركات وما مدى امكانية استفادة الدول العربية خاصة الجزائر من هذه التجربة - تقديم خدمة ولو متواضعة للقراء والباحثين وإثراء المكتبة العلمية .

- أما المناهج المتبعة وأدوات التحليل من أجل معالجة إشكالية البحث فقد اعتمد على منهجين أساسيين هما :

- المنهج التاريخي : استعملناه عند متابعة الظاهرة المدروسة وكذلك تسلسل الأحداث المتعلقة بها.

- المنهج الوصفي التحليلي: وهو البداية التي تبدأ بها البحثية الأخرى فهو عادة ما يشمل على دراسة ظاهرة وبيان خصائصها وحجمها ولقد اعتمدنا على هذا المنهج في معظم نقاط البحث لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع ولقد قسم البحث إلى أربعة فصول هي :

- الفصل الأول : تطرقنا إلى الأسواق الأوراق المالية من حيث النشأة ، الأهمية ، المتعاملون فيها الأدوات المالية المتداولة فيها ، وكفاءة تلك الاسواق .

- الفصل الثاني : تناولنا فيها الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات من خلال المفهوم المبادئ ، الاهداف ، الاليات وكذلك الأهمية .

- الفصل الثالث: وتمت فيه دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية من خلال التطرق الى دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري ، وأثر حوكمة الشركات على أداء سوق الأوراق المالية ، وأخيرا العلاقة بين حوكمة الشركات والأزمة المالية الحالية .

الفصل الرابع : تمت فيه دراسة واقع الحوكمة في الأردن والجزائر من خلال تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية لكل بلد ومدى تأثيره بحوكمة الشركات .

**تمهيد**

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة نشاط الإقتصاد ، حيث بدأت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل التطورات الراهنة ، ويعتبر الإقتصاديون تلك الأسواق مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الإقتصادية للدولة كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها وبينما كانت تلك الأسواق مصدر ثراء العديد من المستثمرين فإنها كانت مصدر شقاء وإفلاس ألاف منهم ، نظرا لأنها تتميز بالحساسية المفرطة والتقلبات الشديدة فسوق الأوراق المالية لم تعد تقتصر على الجانب الإقتصادي ، وإنما أصبحت ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية الإقتصادية والمالية في أية دولة .

وحتى تصبح سوق الأوراق المالية سوق ذات فعالية لابد أن تتخذ فيه مجموعة من الشروط والخصائص ويجب أن تسير وفق أنظمة واضحة وصارمة .

**المبحث الاول : الاطار المفاهيمي للسوق المالي :**

- لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر الركيزة هامة من ركائز النشاط الإقتصادي وعامة قوية لأنها تمثل إحدى الآليات العامة في تجمع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى المسار الصحيح ويشمل السوق المالي على كل من السوق النقدي ، وسوق الأوراق المالية وهذا الأخير مرة تطوره بالعديد من المراحل ففي البداية لم يكن له



مكان محدد إنما كان متصلا مع أسواق السلع الأخرى ومع مرور الزمن وزيادة الحاجة الى التعامل فيه أصبح له سوق مستقلة بذاتها .

### المطلب الأول : تعريف السوق المالي :

#### أولا : تعريف السوق المالي :

يعرف عبد المنعم مبارك السوق المالي على أنه : " المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرون) ، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضون) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي للأصول المالية (1) .

كما يعرفه محمد عبيد مصطفى بأنه : " مكان التقاء عرض الأموال (المدخرون) بالطلب عليها (المستثمرون) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي أي صناعة رأسمال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج (2).

وأضاف محمد صالح الحناوي قائلا : " تشير السوق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة ومن خلال المؤسسات المالية التي تضمنها السوق وتتكون السوق أساسا من سوق رأسمال وهي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل : الأسهم العادية والأدوات قصيرة الأجل وينقسم السوق المالي إلى قسمين سوق النقد و سوق رأسمال (سوق الأوراق المالية ) الذي سنطرق له بالتفصيل (3)

(1): عبد المنعم مبارك ، إسماعيل أحمد الشناوي : اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2002 ، ص 117

(2): محمد عبيد مصطفى : تقييم الشركات والأوراق المالية لأعراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 1998 ، ص01

(3): محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد : بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2002 ، ص 32.

### ثانيا : أهمية السوق المالي :

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة ، من ركائز النشاط الإقتصادي وذلك لأن وجود أسواق مالية تعتبر أداة هامة لتوفير ، وتقديم المال لأنشطة المختلفة وهذا من خلال الدور الأساسي التي تلعبه كل مؤسساته المختلفة ، وبالإضافة إلى ذلك ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أخرى نذكرها فيما يلي (1) :

أ/ تمويل خطط التنمية الاقتصادية : بعد فشل الدولة في الإعتماد على الخارج التمويل الخطط التنمية الاقتصادية ، وضخامة مبالغ الموجهة للتنمية الاقتصادية ، أصبح لزاما على هذه الدول طرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية لكي تحظى بتمويل من طرف القطاع الخاص ، وذلك بواسطة ، طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتساب فيها ، و وفرت الأسواق فرص إستثمارية للكبار المستثمرين وحتى الصغار المستثمرين ، بحيث تعمل على تشجيعهم لتوظيف أموالهم وهذا ما يعود عليهم بأرباح ، وتتحمل مخاطر أقل هذا من ناحية ومن ناحية أخرى أن التعامل بالأوراق المالية يمكن حاملها من الحصول على الأموال في أية لحظة وذلك بعرضها في السوق المالية .

ب/ التحولات الاقتصادية والمالية : أن توجه معظم الدول اليوم إلى اقتصاد السوق القائم على أساس المبادرة الفردية وحرية المنافسة والمنادى أيضا بخصوصية مؤسسات القطاع العام يستعدي أقامت أرضية مالية قوية

متمثلة في المؤسسات المالية وسوق الأوراق المالية التي تعمل على المساعدة في استكمال تطبيق مراحل اقتصاد السوق

**ج :** التوجه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد : يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية خلال تفاعل البائعين والمشتريين بالسوق ، حسب آلية العمل بالسوق المنافسة التامة فتتحرك الأموال السائلة بالإتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التحويلية لتغطية نفقاتها الإستثمارية بناء على سعر التوازن بالسوق وبالتالي يبقى في الاقتصاد الإستثمارات التي تحقق عبي المدخرين وتخرج منه الإستثمارات التي تقل عوائدها عن المستوى المدخرين من فوائد وأرباح .

**د/ توفير السيولة في الإقتصاد** : قد تمر الشركات بظروف تشجيعها على الجوء للأسواق المالية التي توفر الألية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة ، تخفيض التكاليف انتقال الأوامر بين المتعاملين في السوق ليس هنالك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشتريين او البائعين (2).

(1) :حسني علي خريوش : الأسواق المالية ، دار الزهران ، الأردن ، 1998 ، ص16.

(2) :حسني بن هيكال : الأسواق المالية ، دار الكندي ، الأردن ، 2000 ، ص 18.

### ثالثا : أقسام السوق المالي :

ينقسم السوق المالي إلى قسمين أساسيين هما (1):

**أ- سوق الأوراق المالية (سوق رأسمال)** وهي سوق تتداول فيها الاوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو غير التقليدي المشتقة . وسوف يتم التطرق إلى هذه السوق بالتفصيل من خلال دارستنا هذه .

**ب/ سوق النقد** : وهو الشق الثاني لسوق المال يتم فيه تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق ، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية مدة الأوراق عن سنة ومن أهم الأوراق المالية : شهادات الإيداع الكمبيالات المصرفية الأوراق التجارية ، أدوفات الخزانة

### المطلب الثاني : نشأة الاسواق المالية وتعريفها :

#### أولا : نشأة الاسواق المالية :

لم تنشأ سوق الأوراق المالية القائمة اليوم بهيكلها ونظمها مرة واحدة ، وإنما هي ناتجة عن تاريخ طويل من التطور ، وعليه يمكن تقسيم تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى المراحل التالية: (2)

**أ- المرحلة الأولى** : مرحلة قيام البورصات البضائع : أن أول بورصة انشئت كانت في باريس 1130 على جسر عرف باسم " جسر الصرافة " واتخذت البورصة أسمها منه أما أول بناء إنشاء للبورصة وعرف هذا الإسم فهو بناء مدينة "انفرس" في " بلجيكا " وذلك عام 1460 ، ثم توالي إنشاء بورصات البضائع . وقد انشقت بورصات الأوراق المالية من بورصات البضائع حيث في الماضي لم تكن منفصلة عن بعضها البعض ، ومع مرور الوقت انفصل الواحد عن الآخر .

**ب/ - المرحلة الثانية** : مرحلة التعامل في الأوراق التجارية : بدأت هذه المعاملة في القرن الثالث عشر في فرنسا ، في البداية كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية ، ومن أحل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا "فليب الأشقر " مهنة سماسرة الصرف وفيها بعد في انجلترا كان يتم التعامل في سندات الائتمان وكذلك أسهم شركة الهند الشرقية ، وفي بعض الشركات الأخرى ، وفي هذه المرحلة تطورت تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات إذ كانت أسواق الأسهم والسندات مجهولة (3)

(1): عبد الفغار حنفي ، رسمية قريباقص : اسواق المال (بورصات ، مصارف ، شركات، تأمين ) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003 ، ص12

(2): وليد صافي واخرون : الاسواق المالية والدولية ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص64

(3): صلاح السيد جودة : بورصة الاوراق المالية – علميا – علميا ، مكتبة الاشعاع الفنية ، الاسكندرية ، 2000 ، ص20.

**ج/ المرحلة الثالثة :** مرحلة التعامل في الاوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق : إبتداءا من القرن السادس عشر بدأت عملية الإقتراض من الحكومات أو الشركات من الجماهير من تلك من خلال إصدار السندات و أول خطوة هامة بالنسبة لسندات القرض كانت خلال القرار الذي إصدره الملك " وليم الثالث " في عام 1963 حيث منح بموجبه الحق لصالح مالك القرض التنازل عنه لأي شخص آخر يرغب في شرائه ، وبذلك نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الإستثمارات ، وكان يتم التعامل في هذه الصكوك في الطرقات والمقاهي وكذلك بالنسبة للتعامل في الولايات المتحدة الأمريكية فلم يكن يختلف كثيرا عن سابقة حيث بدأ في " وولستريت " ثم انتقل في نفس الشارع تحت شجرة " تين وود " .

**د/ المرحلة الرابعة :** مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة : نتيجة التطور الصناعي الذي شهدته هذه المرحلة وما صاحب ذلك من قيام مشاريع ضخمة ، وكذلك زيادة الدخول ظهرت مؤسسات على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية وكذا رواج التعامل في الأوراق المالية . كل ذلك أمني ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها واستجابة لهذه الضروريات إستقلت أسواق الأوراق المالية على النحو الذي يظهر من هذا التتبع السريع لنشأة اقدم وأهم أسواق الأوراق المالية وهي : (1)

**- بورصة لندن 1773 :** يرجع التعامل في الأوراق المالية في لندن إلى سنة 1600 م عند أسأت البورصة الملكية وكان أهم ما يتداول وقتها السندات الحكومية وأسهم شركة " هدسن " في عام 1773 استاجرة السماسرة مكانا خاص اطلقوا عليه لأول مرة اسم " بورصة الأوراق المالية " في عام 1802 تم توقيع دستور البورصة .

**بورصة باريس 1808 م :** تمتد جذور هذه البورصة إلى عام 1138 حيث كان يجتمع الدائنون والمقرضون في مكان أطلق عليه " سوق المنتجات المركزية " ثم جرى تداول الأوراق المالية في بورصة البضائع إلى أن تم إنشاء بورصة " باريس " عام 1808 م .

**بورصة نيويورك 1821 :** تم تبادل الأوراق المالية في نيويورك " مع غيرها من البضائع عام 1725 في شارع الحائط وو ستريت " ولكن بدأ التعامل في الأوراق المالية ويزداد أهمية بعد طرح أسهم " بنك انجلتر " للاكتتاب " وبنك نيربورك " أما البورصة نيويورك الحالية فتعد من أهم البورصات في العالم ثم تولى إنشاء البورصات بعد ذلك حيث أنشأت بورصة طوكيو عام 1878 ، ثم قيام بورصة " هونغ كونج " عام 1891 (2)

(1) :محمد محمود الداغر : الأسواق المالية – مؤسسات المالية - بورصات ، دار النشر والتوزيع ، ، الاردن ، 2007 ، ص 34  
(2) : حمد محي الدين: أسواق الأوراق المالية وأثارها الانمائية على الاقتصاد الاسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي القاهرة ، 1995 ، صص 25-33

**ثانيا : تعريف سوق الاوراق المالية ومؤشراتها :**

**أولا : تعريف سوق الأوراق المالية :**

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية أهمها : يعرف جبار محفوظ سوق الأوراق المالية على أنها ذلك المكان العمومي الذي يتلقى فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات ، الجماعات المحلية والدولة (بقصد انشاء وتوسيع المشاريع ) والمستثمرين الذين استطاعوا أن يجمعوا ويحندوا الإدخارات بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات وأهم هؤلاء المستثمرين : الأفراد ، المستثمرين التأسيس البنوك وتجمعات التوظيف

المشترك وكذا المؤسسات التي عادة ما تكون طالبة لرؤوس الأموال ولكن قد توظف بدر وها أموالا في الأوراق المالية (1)

ويعرف عبد الباسط ومحمد حسن سوق الأوراق المالية على أنها: عبارة عن مكان يتلقى فيه المستثمرون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطولية الأجل بحيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الإستثمار فيها (2)

### ثانيا : لمؤشرات سوق الاوراق المالية .

1 - تعريف المؤشر: يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق فهو أداة لتحديد اتجاهات الأسعار في السوق أو القطاع في السوق حيث تعتبر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة .

2- أهم انواع المؤشرات : يمكن إيجاز أنواع المؤشرات الرئيسية فيما يلي :

أ- مؤشر داو جونز : dowjohes index تم إستخدام هذا المؤشر في سنة 1884 يصدر لمتبعة سلوك بورصة نيويورك ، ويتكون من أوراق 30 شركة ويقيس مستوى أسعار الأسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة من الأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك ، وهذه الشركات تعد من أقوى وأعظم الشركات الأمريكية وهو من أقدم المؤشرات وتنتشر الأرقام القياسية لداجونز صباح كل إثنين في جريدة وول ستريت wall streét journal ويحسب هذا المؤشر متوسط 30 شركة صناعية من كبرى الشركات الأمريكية كما يلي :

(1) : جبار محفوظ: البورصة وموقعها من اسواق العمليات المالية ، دار هومة ، الجزائر ، ص ص46،45 .

(2) : عبد الباسط ، ومحمد حسن : بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق اهداف تحول مشروعات القطاع العام الى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية القاهرة ، 1996 ، ص 25.

لتفرض أن هذا المؤشر يتكون من أهم ثلاثة شركات وهي A.B.C وأن هذه الأسهم تباع بسعر دينار 15 دينار 10 دينار على التوالي لذلك فإن معدل السعر يحسب كالتالي :

**مجموع الاسعار : 10+15+5 = 30 دينار**

**معدل الاسعار : 3/30 = 10 دنانير**

ب- مؤشر ستاندار انديورز (Sp500): بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1923 عندما بدأت شركة ستاندار انديورز بنشر:

- أسعار بورصة نيويورك يعتمد على 233 سهما ، ويستخدم لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة.

- ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك وتأمين وتمثل هذه الشركات حوالي 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك ويقدم هذا المؤشر في حسابه على الوزن المرجح.

ج- مؤشر نكاي nikkei iudex : وهو من المؤشرات الرئيسية سوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية 225 شركة شركة تمثل 70 % من الشركات الكبرى في سوق طوكيو ، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية مقياس للعوائد ومساعدة المستثمر على تكوين محافظ أوراقهم الإستثمارية .

**مؤشرات إضافية :**

- مؤشر طوكيو لأسعار الاسهم tokyo stork. Prise index: الذي يقيس معدل أسعار جميع أسهم السوق في طوكيو .

- مؤشر fiuancid tome cude: يقيس هذا المؤشر معدل أسعار 30 شركة كبرى قوية التي تقود السوق لنشاط الصناعي والتجاري يحتوي على أسهم 10 شركة انجليزية كبرى تعطي صورة واضحة عن قيمة التحركات في سوق المال .

(1): بوبريمة احسان : دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الاسواق المالية العربية – دراسة حالة الاستثمارات المحفظة في الاردن – مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص عقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 8 ماي 45 قالمة 2007 ص ص 52-49

- مؤشر CAC40: وهو مؤشر بورصة باريس يقيس التغير في 244 شركة فرنسية وفقا لأوضاعها الاقتصادية وتمثل نسبة 85% من بورصة باريس .

- مؤشر Dax: وهو مؤشر بورصة أوراق المالية الألمانية وهو مؤشر للأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة الكبيرة .

**المطلب الثالث : أقسام السوق الأوراق المالية وشروط قيامها وخصائصها :**

**أولا : اقسام السوق الأوراق المالية :**

أ : السوق الإصدارات : حيث تنشأ العلاقة فيما بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة ، لذلك فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل ويتم عليها انتشار أوراق المالية أو التزامات مالية لم تكن متاحة للاكتتاب أو التداول في السوق الثانوي من قبل (1).

ب/ السوق الثانوي " سوق التداول " وهي التي تتم من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق المالية وتجاوزها بين المستثمرين ، وتعرف بسوق الإصدارات القديمة لذلك تعتبر السوق الثانوي عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية ببيع او شراء والتي ترتب عليها نقل الملكية الأوراق المالية السابقة إصدارها من بائع المشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقد البيع والشراء سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال اسواق منظمة او غير منظمة .

قد تتخذ سوق الثانوي شكلين من الاسواق هما(2) :

ب/1 السوق غير المنظمة : فهي سوق تختص بتداول الاوراق المالية سواء مسجلة في البورصات او غير مسجلة فيها ، يتم التعامل في هذه السوق في الاوقات غير اوقات العمل الرسمية للبورصة ، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تليفونية او اطراف الحاسب الالي وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجاوز المستثمرين .

(1) محمد عثمان اسماعيل حميد : أسواق رأسمال وبورصة الأوراق ومصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة ، الاردن ، 1993 ، ص 53. (2) محمد الصالح ، الحناوي ، السيدة عبد الفتاح عبد السلام : المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 1998 ص ص 17، 18

ويتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الاسعار التي يعرضها التجار وتتضمن السوق غير المنظمة اسواق اخرى فرعية .

**1- السوق الثالثة:** وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية خاصة ان سماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد ادنى للعمولة هذا من جانب ومن جانب اخر نجد ان تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة او اضافية من منشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة (1).

**2 - السوق الرابع:** وتشبه السوق الثالثة في كون الصفقات تتم في خارج السوق منظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وبدون وساطة و الهدف منها استبعاد وشركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبرى وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيها بنها من خلال شبكة إتصالات الكترونية تعرف بـ *instante* حيث يمكن في عن طريق الشبكة معرفة الاسعار وفقا لحجم التداول (2).

**ب/2 الأسواق المنظمة :** وهي التي تخضع للقوانين وقواعد التي تضعها الجهات لرقابة وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لان التعامل يجري في مكان مادي محدد في العديد من الحالات .  
وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى قسمين هما(3):

- 1- **سوق المركزي :** وهو ذلك السوق الذي يتعامل في الاوراق المالية المسجلة لدى لجنة الاوراق المالية والبورصة ، بغض النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة او المنظمة المصدرة لتلك الورقة .
- 2- **سوق المناطق أو الاسواق المحلية :** يتم فيها تداول أوراق مالية المنشأة صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو المناطق القريبة منه.

(1): منير ابراهيم هندي : ادارة الاسواق والمنشأة المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 ، ص 493.

(2) :منير ابراهيم هندي : الفكر الحديث في مجال الاستثمار - سلسلة الفكر الحديث في المجال الادارة المالية - منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1996 ، ص 196 .

(3) :منير ابراهيم هندي : الاوراق المالية وأسواق رأسمال ، منشأة المعارف الاسكندرية ، 2002 ، ص ص 83-87 .

### **ثانيا : شروط قيام سوق الاوراق المالية :**

لكي تقوم سوق أرواق المالية لابد من توفر مجموعة من الشروط والتي تذكر منها (1):

- الحرية الاقتصادية شروط ضروري لقيام سوق أوراق المالية .
- المنافسة الحرة بين العرض والطلب تكون أسواق مالية متوازنة .

- ضمان استقرار نشاط السوق والحفاظ على أموال العملاء يستوجب توفير خبراء اكفاءة بدقة .
  - التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسة .
  - الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري .
  - توافر التغطية المناسبة لربط الأسواق ببعضها البعض لضمان توفر المعلومات
  - السرعة في عرض اراء العملاء بالشروط المحددة بأرائهم وإتمام الصفقات قابلية تداول الاوراق المالية
  - يجب أن تتسم هذه الأخيرة بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع الاخر .
  - ضرورة التعامل على أوراق المالية سليمة والتأكد من ان عقد العمليات لا يصاحبه غش أو تلاعب .
  - التعامل في إعداد مختلفة من الأوراق المالية.
  - تقديم تقارير دولية حول تداول الاوراق المالية .
  - اضافة الى هذه الشروط توجد شروط اخرى ليكون هذا السوق فعالا اهمها (2):
  - الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي السياسي يوفر مناخ استثماري مستقر.
  - هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم اساليب فنية متقدمة.
  - ادارت الاسواق المالية وكفاءة كوادرها ولها تقاطعها التكنولوجية ، كلها تنعكس على اداء الاسواق المالية وبالتالي يجب ان تكون هذه الادارة متطورة اضافة الى كونها هي التي تتولى وضع الخطط بتعبئة
- 
- (1):منير ابراهيم هندي ، رسمية قرياقص : الأسواق المالية والمؤسسات المالية ، قسم إدارة الأعمال ، الاسكندرية ، 1997 ، ص ص 48،49 .
- (2) :.مروان عطون : الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 ، ص 277 .
- الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للوصول المتداولة وتقلل من حركة المضاربة وترسخ القواعد العملية.
  - تقليل تكاليف المعاملات (البحوث ، الاعلانات ، المعلومات .....).
  - توافر السيولة لتمويل عمليات البيع والشراء السريعة للموجودات.
  - توافر السيولة لتمويل عمليات البيع والشراء السريعة للموجودات .
  - وجود الاستمرارية والتنظيم وذلك من خلال وجود عدد كاف من المتعاملين والحرية التامة بينهم والمعاملات التي تجري فيها .
  - يجب ان تكون المؤسسات التي تصدر الاوراق المالية ذات سمعة جيدة وان توفر المعلومات عن الاوراق المالية التي يجري التعامل فيها .
  - ووعي الاقتصادي ومالي .

- وجود اطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة ولحماية المتعاملين من المخاطر ومحاسبة من يخرج عن ذلك الاطار القانوني .

### ثالثا : خصائص سوق الاوراق المالية :

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى نذكر منها(1) :

- سوق الأوراق المالية تتسم بأنها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى ، نظر لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين وهناك شروط وقيود لتداول الأوراق المالية في هذه السوق .

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية ، يتم تداول . الادوات التي تم اصدارها بما يكفل توفير السيولة .

(1): أمين عبد العزيز : الأسواق المالية ، دار قياد الحديثة ، مصر ، 2007 ، ص ص 16-18.

- التداول في هذا السوق يتم بتوفير المناخ الملائم ، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد العادلة على اساس العرض والطلب.

- تتميز هذه السوق بالمرونة وإمكانية استفادتها من التكنولوجيا الاتصالات وتتميز بكونها واسعة تتم فيها صفقات كبيرة ومتعددة .

- الإستثمار في السوق الأوراق المالية يتطلب توفير معلومات السوقية واتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة

كما توجد خصائص أخرى تتميز بها سوق أوراق المالية والتي يمكن ايجازها فيما يلي(1) :

- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق طويلة الأجل ، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل .

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة ، وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي .

الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا .

### المطلب الرابع : أهمية أسواق الأوراق المالية ووظائفها .

#### أولا : أهمية سوق الاوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الإقتصادية الربط بين المشاريع والإستثمارات والمدخرات ، كما تعد أيضا سوق منظمة لتداول الأسهم والسندات ، حيث تتم عملية بيع أو شراء الأوراق المالية في هذه السوق عن طريق مجموع السماسرة المرخص لهم ويكون للعرض والطلب دورا رئيسيا في تحديد الاسعار لما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي تلزمها الأعضاء من السماسرة في معاملاته مع المستثمرين بالإضافة إلى ما توفره السوق من معلومات للمشتريين عن وضعية الشركات المالية وفيما يلي أهم المزايا التي تحقق سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة(2):

-تجميع مدخرات الافراد التنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد القومي.



- (1): جبار محفوظ : سلسلة التعريف بالبورصة (تنظيم وإدارة البورصة)، دار هومة ، الجزائر ، 2002 ، ص 14 .  
 (2): هو يشار معروف : الإستثمار والأسواق المالية ، دار صفاء لنشر والتوزيع ، الأردن ، 2003 ، ص 86 .

3

- ايجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير .
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية .
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة او طويلة .
- تحقيق السيولة لأموال المستثمرين في شكل اسهم وسندات في سهولة ويسير
- تجنب الاثار التضخمية لحد بعيد اذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل ذلك الى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي وأحداث موجات تضخمية ، خاصة وان هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الاجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج (1) .
- تسهيل عمليات الاستثمار .
- المحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية .
- المساعدة في استيعاب الأوراق المالية الجديدة ذات التسويق البطيء.

### ثانيا : وظائف سوق الاوراق المالية :

تعتبر الوظائف الركيزة الاساسية لأسواق الاوراق المالية ، ومن ابرز اسباب قيام هذه السوق وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي(2):

أ- جمع الإدخار : جميع المدخرات واستثمارها هي المحرك الأساسي والأبرز لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية لذلك تعمل سوق رأسمال على جميع الإدخار وتوظيفه وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب من طرف المدخرين .

أ-1 / الامان : هذا يؤدي إلى طمأنة المدخرين وتشجيعهم على إستثمار أموالهم في موضع أمن وإنها سوف تزداد وتنمو في المستقبل.

أ-2 / السيولة : فقد يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى أمواله أو جزء منها في أية لحظة سواء لحدوث طارئ أو لأجل إعادة استثمارها في أوراق مالية أخرى . أي أنها أكثر مردودية هذا ما يجعله دائما يحاول أن يستثمر في اوراق مالية تمتاز بسيولة سائلة .

(1): جمال جويدان لجمال : الأسواق المالية والنقدية ، دار الصفاء للطبعة والنشر والتوزيع ، الاردن ، 2002 ، ص 56 .

(2): شبعان محمد اسلام البروراي : بورصة الاوراق المالية من منظور الاسلامي (دراسة تحليلية نقدية )، دار الفكر، دمشق ، 2002 ص ص 41-43.

الذين يرغبون في الحصول على عائد ثابتة أو عائد متغير وهناك عدة عوامل لا بد من توفرها حتى تجعل المدخرات يوظف اموالها دون خوف ، وهذه العوامل هي (1):

أ/3 الحماية من ناقض قيمة الأموال : فالمستثمر يخاف من انخفاض القوة الشرائية لأمواله ومن ثمة تناقض القيمة الحقيقية لاستثماره وهذا ناتج عن زيادة معدلات التضخم ، وتكون الحماية في هذه الحالة بالتوظيف في الاسهم.

ب/ تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية : وترتبط هذه الوظيفة إرتباط وثيقا بالوظيفة السابقة بمعنى أن المدخر في الوقت الذي يحرص فيه على أن تكون لديه فرص كثيرة لبيع أوراقه المالية كما إحتاج إلى أمواله في صورة سائلة فإنه يحرص ، كذلك على أن يكون السعر الذي يبيع به سعرا مناسباً لاستثماراته وإلا فإنه سوف يتردد في بيع أسهمه أو بيعها بخسارة ، ودور وظيفة السوق هنا هو الملائمة بين السعر والوظيفة بحيث يتم تجميع الطلب والعرض في مكان واحد يتحدد السعر العادل يتلاقى العرض والطلب .

ج/ نشر رأسمال الاجتماعي للمؤسسات : يتمثل رأسمال الإجماعي في مجموع الأسهم التي بيعت في سوق الأوراق المالية لصالح شركة ما ، ومن ثم يصبح كل مشتري يملك جزء الشركة حسب ذلك العدد من الأسهم كما أنه من الشروط اللازمة لتقييد أي شركة في السوق خاصة هو نشرها لنسبة معينة من رأسمال وهذا ما يعني وصول قيمتها المتداولة الى الجمهور الراغب فيها وذلك عن طريق سوق الاوراق المالية وبالتالي انتشار اوراقها المالية بصورة جيدة وواسعة ، فلولا توفر هذا السوق لما يمكن أن تعرف الشركة إلا عند قليل من المستثمرين وبالتالي تكون قدرتها على جميع الإدخار محدودة وتكون عملية التمويل صعبة ومكلفة .

د/ مؤشره للحالة الاقتصادية : أن سوق الأوراق المالية هي مرآة العاكسة لمدى نجاح السياسات الإقتصادية والمالية ، وتشير الأرقام ، القياسى للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية ، كما أنها في عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة وقتها المناسب كما أن سوق الأوراق المالية من أبرز وأهم الجهات التي تتيح التعرف على مدى ملائمة التشريعات المالية والإقتصادية وردود الافعال واتجاه تلك التشريعات (2).

(1): طاهر حيدر حريدان : مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2004 ، ص 32..

(2): صلاح الدين حسن السيسي : بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب ، القاهرة ، 2003 ، ص 20.

و / إتاحة المجال لاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل: قد يشتري المستثمر أسهم للاحتفاظ بها فيكون الإستثمار طويل الأجل أو لإعادة بيعها مرة أخرى في مدة قصيرة الأجل ، ويستطيع المستثمر أن ينوع إستثماراته ما بين طويلة وقصيرة الأجل(1).

هـ / إتاحة الفرصة أمام إستثمارات متفاوتة في درجة المخاطر : أهداف الإستثمار تختلف من شخص من شخص لآخر حسب الظروف المحيطة بالمستثمر فههدف الأمان يؤدي بالمستثمر إلى إختيار السندات أو الأسهم الممتازة بينما يوجد من أهم أكثر تحررا والراغبين في دخل سنوي ثابت من عوائد الإستثمار يتجمعون الى الإستثمار في ساهم الشركات المستقرة وذات السمعة المالية الممتاز ، أما الذين لديهم تحقيق معدلات عالية من النمو .

م/ تحريك وتطوير الهياكل الصناعي : يعتبر تحريك وتطوير الهياكل الصناعية من أهم الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ، فكثيرا ما نلاحظ في الحياة الإقتصادية حدوث عمليات ضرورية لتطوير وتحسين فعالية المنظمات الصناعية ومت بين هذه العمليات نجد (2):

م/1 : الإندماج الجزئي : ويعني تنازل شركة جزئيا عن جزء من أصولها لشركة أخرى.

م/2 الإندماج الكلي : ويعني أن شركة أو عدة شركات تختفي قانونا في إطار شركة جديدة وهي الشركة التي امتصتها وبالتالي تفقد الشركة محل الإمتصاص شخصيتها القانونية ومن ثم تتحول كل خصوم وأوصل الشركة القديمة إلى الجديدة .

م/3 : مساهمة شركة في شركة أخرى : وهذا عن طريق العرض العام أو الإكتتاب سواء بموافقة الشركة الأخرى أو دون موافقتها .

ل/ تقييم الإرشادات والنصائح للمستثمرين : سوق الأوراق المالية تمكن المحتاجين لرؤوس الأموال من التوجه إليها والحصول على الأموال بأحسن السبل ، كما ترتبط بسوق الأوراق المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة هيئات خاصة وعمومية تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين ، مستثمرين ، ومسيرين .

(1): مصطفى كمال طه ، شريف مصطفى كمال : بورصات الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعية ، الإسكندرية ، 2009 ، ص ص 15-21 .

(2-) شرياق رفيق : دار البنوك التجارية في تفعيل سوق رأسمال – حالة الجزائر مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعية 08 ماي 1945 قالملة ، 2005 ، ص ص 19-23 .

ق / تحفيز حوكمة الشركات : لأن السوق المالية تساهم في توسيع قاعدة المساهمين فإن الشركات تسعى إلى إستقطاب مساهمين أكثر لخدمة أهدافها التوسعية هذه من أهم معايير إستقطاب هؤلاء المستثمرين كفاءة الإدارة، في تحقيق غابات المساهمين لذلك فإن الاتجاه العام أن شركات المساهمة للجمهور أو ما يطلق عليها بشركات الإكتتاب العام يلزم أن تتوافر فيها الكفاءة الإدارية بدرجة أكبر من شركات المساهمة لم تطرح لإكتتاب العام، ما يطلق عليها الشركات العائلية حيث أنه كلما التزمت الشركات بقواعد الحكومة كلما زاد ثقة المستثمرين فيها .

(1): فريد النجارة : البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 1999 ، ص 93 .

## المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية وتنظيمها :

لكل سوق سلعة خاصة بها سوق الأوراق المالية تغيرها من الأسواق يتم التداول فيها بواسطة أوراق مالية طويلة الأجل سواء كانت أوراق دين أو أوراق ملكية كما أن التعامل في هذه السوق يتم وفق القواعد وإجراءات مختلفة وبتدخل اطراف متعددة .

### المطلب الأول : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية :

أولا : تعريف الأوراق المالية : تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق المال وهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق ، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحوالي الورقة إتجاه المنشأة المصدره لهذه الورقة والتي تحول له في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معا (1) .

ثانيا : أنواع الأوراق المالية : أن الأوراق المالية تكون في أشكال المختلفة ومتعددة كل منه له خصائص تميزه .

#### أ- الأسهم :

1- تعريف السهم : أن الأسهم تمثل رأسمال المكتتب من قبل المستثمرين الذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وهو الصك الذي يثبت هذه المساهمة وهذا الحق القابل للتداول (2) .

2- القيم المختلفة للأسهم : وتظهر قيمة السهم في عدة حالات أهمها :

أ/1-2/ القيمة الاسمية : هي القيمة التي تحدد عند الإصدار أو الإكتتاب أي القيمة التي تصدر بها السهم . وجملة القيمة الاسمية تمثل رأسمال الشركة الذي يظهر في الميزانية العمومية .

أ/2/2 القيمة الدفترية : وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المالية والمادية والنقدية مطروحا منها قيم الإلتزامات ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية .

على عدد الأسهم العادية .

(1) :محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص 31 .

(2): هو يشار معروف ، مرجع سابق ، ص 92 .

أ/3/2/ القيمة السوقية : وهو السعر الذي يتم به بيع وشراء الورقة من خلال التداول ، وقد تكون القيمة السوقية أكثر من القيمة الاسمية .

أ/4/2/ القيمة الحقيقية : وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول نتيجة قسمة صافي الأصول التي تمثل ممتلكات الشركة الصافية على عدد الأسهم تكون هي القيمة الحقيقية للسهم .

**3/ خصائص الاسهم :** تتصف الاسهم بالخصائص التالية (1):

**1/3 القابلية للتداول :** إمكانية التصرف في الأسهم بالبيع والشراء وغيرها ، وهذا ما يوفر مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية .

**2/3 الأسهم متساوية القيمة :** عندما تصدر الشركة إسمها فلا بد أن تكون هذه الأسهم متساوية القيمة بالإسمية ، فلا يوجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها ، وهذه الخاصية تشمل الأسهم فقط فإمكان الشركة أن تصدر السندات مختلفة القيمة في أن واحد .

**3/3 المسؤولية المحددة للمساهم :** تنص قوانين الشركة على أن مسؤولية المساهمين محددة الشركة على عكس حال الشريك في شركات التضامن ، وشركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية غير محدودة .

**4/3 غير قابلة للتجزئة :** يجوز أن يشترك في السهم الواحد أكثر من شخص واحد ، يمثلهم إتجاه الشركة شخص واحد وكذلك أن اشتركوا في عدة أسهم

**4/ أنواع الأسهم :** تنقسم الأسهم الى ثلاث فئات كما يلي (2) :

**1/4 من حيث الشكل :** تنقسم الى قسمين هما:

- **السهم الإسمي:** هو السهم الذي يحمل إسم صاحبه وتدون فيه البيانات المفيدة في السجل مثل : الإسم اللقب الصناعة ، الجنسية ، عنوان الشركة راسماها ، مركزها ....

(1) : محمد أمين زويل : بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق-أحوالها ومشتقاتها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر ، الاسكندرية ، 2008 ص ص 48،49 .

(2) : محمد صيري هارون: أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ، دار النفائس ، الاردن ، 2009 ، ص ص 29،30.

- **السهم لحامله :** وهو السهم الذي لا يذكر فيه اسم صاحبه ، ويعتبر أي شخص يحمله هو المالك بسبب الحيابة المادية ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم من خلال انتقاله من يد إلى اخرى ولذلك يتميز بالسرعة الفائقة في التداول .

- **السهم الأمر :** يمكن للشركة أن تصدر رأسمها لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء ، أي دفعت كل قيمتها الإسمية اذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملتمزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم .

**4-2 من حيث نوع الحصة التي تدفع :** وتنقسم إلى أربعة أنواع (1) :

-**أسهم نقدية :** في هذا النوع من الأسهم يتم تسديد قيمة من طرف المساهم نقدا .

-**أسهم عينية :** تسديد قيمة هذه الأسهم عينا وتكون في شكل أراضي أو عقارات .....وعادة لا تخصص أصحاب الفكرة في اقامة المشروع للمؤسسين.

-أسهم مختلفة : وهي الأسهم التي تجمع بين الأسهم النقدية والأسهم العينية ، حيث يتم دفع قيمتها من خلال دفع جزء نقدا والجزء الآخر عينا

-حصص التأسيس : وتصدرها الشركة عند تأسيسها وليس لها قيمة إسمية إنما كل ما ففي الأمر أن لها نصيب في الأرباح لا يدخل في رأسمال الشركة ويكتفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية ، وتمنح للمؤسسين لقاء جهودهم .

3/4: من حيث الحقوق المترتبة عليها : تنقسم الى قسمين :

\* الأسهم العادية: عبارة عن مستند ملكية ولا تمنح لحاملها أي ميزة خاصة عن بقية المساهمين ، سواء في أرباح الشركة خلال حياتها او في أصولها عند تصفيتها وغالبا ما تكون الأسهم العادية في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات وللأسهم العادية مجموعة من الحقوق تتمثل فيما يلي :

- الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة .

- الحق في الحصول من أصول الشركة بقيمة .

(1): مرجع سابق ، ص34.

- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها.

- حق الإطلاع على دفاتر الشركة .

- حق حضور الجمعيات للمساهمين والتصويت بنسبة ما يمتلكه من أسهم .

- حق اقتسام اصول الشركة عند التصفية .

\*الأسهم الممتازة : تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية لأنها تجمع بين خصائص هاتين الورقتين فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد والأولية في الحصول عليه وكذلك الحال عند التصفية وهي تشبه الاسهم العادية في تواجدها فهي دائمة وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم وللأسهم الممتازة مجموعة من الصفات التي تميزها ، وتشمل مايلي (1):

يحدد العائد بالنسبة معنية من قيمة الورقة ومن الأرباح المستحقة لأصحاب الاسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع غير ان العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف تضمين الشركة حقوق اصحاب الاسهم الممتازة لمجوداتها الإستثمارية ، علما بان هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الاسهم العادية وهكذا فان الاسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية .

- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو المشاركة في المجلس العمومي وبصفة عامة - لا يحق لهم التدخل في القرارات والشؤون الإدارية المختلفة هناك مجموعة من الالتزامات الاخرى والتي تتميز بها الاسهم الممتازة بشكل خاصاً أهمها :

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها الفترات متتالية ثم استملاهما بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم وهذا الحق كثيرا ما تحرم منه الاسهم العادية .

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية .

ان هناك التزامات هاما اتجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الاصدار وبعوائد يتخذ القرار بشأنها انذاك .

(1): احمد مطر ، فايز تيم : إدارة المحافظ الإستثمارية ، دار وائل للنشر ، الاسكندرية ، 2005 ، ص ص 78، 79  
ب/ السندات :

ب/1 السندات التي تصدرها المنشأة الأعمال بمثابة عقد او اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقروض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً الى الطرف الاول الذي يتعهد بدوره برد اصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة ، وقد ينطوي العقد على شروط اخرى لصالح المقترض مثل حق استدعاء والسندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ب/2 القيم المختلفة لسندات : وتتوفر السندات على المعلومات التالية :

ب/2/1 القيمة الاسمية : القيمة التي يتم بها اصدار السند لأول مرة .

ب/2/2 معدل الكوبون : حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند .

ب/2/3 اجل الاستحقاق : هو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمر وعليه عادة ماتكون لمدة طويلة نسبياً .

ب/2/4 القيمة الجارية : التي يتداول بها السند في الأسواق المالية .

ب/5/5 القيمة الاسمية : وهي القيمة التي يصدرها السند الأول مرة ، وتبقى ثابتة لا تتغير .

ب/3 خصائص السندات : تتمثل خصائص السندات فيما يلي (1) :

-يعتبر السند مسدد دين لحاملة على الجهة المقترضة ، ولا يحق الحامل السند التدخل في إدارة الشركة .

-لحامل السند الحق في الحصول على العائد أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أم لا .

-الفائدة على السندات تتيح التخفيض من العبء الضريبي .

- تواجه السندات مخاطر انتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة ، وقابلية استدعائها من الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الاسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى .

(1) :مرجع سابق ، ص 80.

-ان الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند اكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة .

-الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند اقل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم والممتاز .

ب/4 أنواع السندات : تقسم السندات الى عدة أقسام اهمها .

ب/4/1 حسب الجهة المصدرة : وتنقسم الى ما يلي (1) :

-سندات حكومية : وتصدرها الحكومة لتمويل المروعات العامة وفي الغالب فان درجة مخاطرة هذا النوع من السندات اقل إلا أن عائدها يكون أقل .

-سندات الشركات : تصدرها الشركات المختلفة لتمويل التوسعات .

ب/4/2 حسب فترتها الزمنية : تنقسم الى ثلاث اقسام وهي :

- سندات قصيرة الاجل : تقل مدتها عادة عن سنة وفي معظمها لا تتجاوز المدة فيها سنة او ثلاثة اشهر ، يتم التعامل بها في السوق النقدي .

- سندات متوسطة الاجل : تزيد مدتها عن سنة الى خمسة سنوات ، وهي التي يتم التعامل بها السوق النقدي

- سندات طويلة الاجل : تزيد مدتها عن خمسة سنوات وقد تصل الى خمسة عشرة او عشرين سنة .

ب/4/3 من حيث العملة التي تحرر بها : تنقسم السندات من العملة التي تصدرها .

- سندات تحرر بالعملة الاجنبية من قبل الجهة المصدرة

- سندات تحرر بالعملة الوطنية من قبل الجهة المصدرة .

ب/4/4 من حيث اسلوب السداد : تنقسم الى ثلاثة اقسام وهي :

-السداد عند تاريخ : أي تسديد القيمة عند حلول تاريخ الاستحقاق

-السداد قبل تاريخ الاستحقاق : أي قبل تاريخ الاستحقاق

(1) سعيد توفيق عبيد : الاستثمار في الأوراق المالية : مكتبة عين الشمس مصر 1998، ص51

(2) فليح حسن : الاسواق المالية والنقدية ، جدار الكتاب العالمي ، ، 2006، صص 245 - 247

السندات قابلة للتحويل الى اسهم : وبموجبها يتحول المقرض الى مساهم

ب/4/5 من حيث الضمان : تنقسم السندات من حيث الضمان الى (1):

- سندات مضمونة : أي مرهونة باصول معينة للشركة سواء كانت اراضي ، مباني .....

- سندات غير مضمونة : غير مضمونة بأصول ثابتة معينة ، وماذا لم تتمكن الشركة من سداد قيمة القرض ، فان حاملي السندات يمكنهم المطالبة بافلاس الشركة الاستفاء حقوقهم

ب/4/6 من حيث الفوائد : تنقسم الى :

-سندات ذات عائد ثابت : تنطوي على عدة مخاطر مثل مخاطر سعر الفائدة

- سندات ذات عائد متغير : وتنقسم الى سندات مشاركة في الارباح



- وسندات ترتبط فوائدها بأرقام قياسية معينة مثل معدل الانتاجية

- وسندات ترتبط فوائدها بارتفاع والانخفاض في سعر الذهب

### ج/ المشتقات المالية .

ج/1 تعريف المشتقات المالية : تعد المشتقات المالية من المستحدثات في الاصول المالية وهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من الاصول الاصلية محل العقد(2) .

- وتعرف المشتقات المالية ايضا: على انها هي الادوات المالية تستق قيمتها من الوراق المالية محل التعاقد او من السلع او مؤشرات الاسعار ويمكن استخدامها للتحوط التغطية او المضاربة إلا انها قد تؤدي الى الزيادة مخاطر الائتمان واساليب الاختيار فضلا عن المخاطر السوفية(3).

### خصائص المشتقات المالية : تتميز المشتقات المالية بعدة خصائص اهمها :

توفر للمستثمر فرصا كبيرة لجني الارباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي ، والذي يتحقق

(1): حسن حمدي : دليلك الى بورصة والأسهم وأسواق المال ، دار الكتاب العربي ، القاهرة ، 2006 ، ص52

(2) :ضياء محمد الموسوي : البورصات ، شباب الجامعة الاسكندرية ، 2003 ، ص32

(3) محمد سعيد عبد الهادي : الادارة المالية (الاستثمار والتمويل والتحليل المالي والأسواق المالية الدولية) دار الحامد للنشر والتوزيع الاردن 2008 ص 224،225 .

باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش تمكن المستثمر من التحوط ضد المخاطر التقلبات العنيفة في اسعار الادوات المالية الاصلية .

-تعتبر اداة للتنبؤ .

-تؤمن المشتقات المالية اتضل الفرص للمضاربة .

-تتميز بالسرعة في تنفيذ بالاستراتيجيات الاستثمارية .

-تؤدي المشتقات المالية الى تحقيق مستوى عمال من الكفاءة في سوق المال(1).

### ج/3 انواع المشتقات المالية واهم انواع المشتقات المالية هي :

ج/3/1 العقود المستقبلية : وهي عقود تعطى لحاملها الحق في الشراء او بيع سلعة معينة او ورقة مالية بسعر يحدد وقت انشاء العقد في سوق مالي منظم بهذه الغاية على ان يتم استلامها او تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل وعلى ان يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار المتعامل معه على صورة نقدية او في صورة اوراق مالية ، وذلك لحماية ظل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الاخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه لذلك تمتاز العقود المستقبلية بعدة خصائص اهمها(2):

- الصفة الاساسية للعقود المستقبلية تتمثل في ان الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا ، ولكن بشر الاتفاق عليها في الوقت الخاصر .

- العقود المستقبلية متجانسة متماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك بل تتم في الاسواق المالية

ج3-2 العقود الاجلة : وهي اتفاقيات على شراء او بيع اصل في وقت مقابل سعر معين حيث يتم التعاقد بين طرفين على اتمام الصفقة بسعر معين وبكمية معينة في موعد لاحق .

ج/3-3 عقود الخيار : يعرف حق الخيار بأنه اتفاق يعطى لكل طرف ثاني بسعر محدد متفق عليها مسبقا على ان يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ ابرام العقد وتاريخ الانتهاء او التنفيذ في

(1) : محمد محمود الداغر ، مرجع سابق ، ص ص 124 -130.

(2) : طارق عبد العالي حماد : مشتقات المالية ، دار الجامعية ، الاردن ، 2001 ، ص ص 40-45 .

التاريخ المحدد لانتهاء العقد ، وفيما يلي سوق توضح انواع حقوق الخيار .

**ج/3-1 : عقود الخيار حسب نوع الصفقة : وتنقسم الى :**

-عقود الخيار الشراء : هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الاول محرر العقد او البائع للطرف الاخر الحق في الاختيار بين شراء اصل معين او عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل على المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلو او سعر الخيار وبطبيعة الحال فان المشتري سوف يدفع العلو للحصول على حق الاختيار كما انه سوف ينفذ العقد ويشترى الاصل اذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد .

-عقد خيار البيع : يتيح الحق للمستثمر (مشتري الحق) بيع كمية من اصل ما بسعر محددة في تاريخ محدد او خلال فترة معينة مقابل مكافأة يدفعها المحرر العقد فهو يتيح له الحماية من مخاطر انخفاض السعر ، بمعنة تنفيذ الاتفاق عند الانخفاض الاسعار عن السعر المتفق عليه .

-الخيار المزدوج : ويتيح هذا الخيار حق للمشتري في تنفيذ الصفقة عند تاريخ الاستحقاق بصفته بائعا او مشتريا لكمية محددة من الأوراق المالية متفق عليها مسبقا والمتعامل الخيار يتنبأ بحدوث تقلبات كبيرة في اسعار اما بائع الخيار يعتقد ان السوق تظل هادئة تعبيرات سبب كبيرة<sup>(1)</sup> .

**ج/3/2 عقود الخيار حسب تاريخ تنفيذ الصفقة : وتنقسم إلى :**

-عقود الخيار الامريكية : هذا العقد الخيار يسمح للمشتري الخيار بأن يمارس حقه في الخيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد

-عقود الخيار الاوروبية : هو عقد يكون فيه المشتري الخيار الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد<sup>(2)</sup>

**ج/3/3 : عقود الخيار حسب التغطية : وتنقسم إلى :**

(1) : عبد المطلب عبد الحميد : العولمة واقتصاديات البنوك ، دار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع ، مصر ، 2002 ، ص 38 .

(2) : شعبان محمد البرواري ، مرجع سابق ، ص 53 .

- الخيار المغطي : وهو عقد يمتلك فيه محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد أي انه يستطيع ان يغطي التزامه بالبيع اذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

- الخيار غير المغطي : هو عقد لا يملك فيه محرر الخيار للأصل موضوع العقد ولذلك اذا اختار المشتري العقد ولذلك اذا اختار المشتري العقد التنفيذ فان البائع يضطر الى شراء الاصل من السوق ثم تسليمه للمشتري .

**ج/3/4 عقود المبادلة** : يعرف عقد المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقه التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية ( شهرية ، ربع سنوية ، نصف سنوية ) وعقد المبادلة ملزم على طرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار كما ان المتحصلات او المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية يضاف الى ذلك ان العقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ وقد استخدمت المبادلة لأسباب عدة منها .

- انها إدارة الادارة المخاطر والتحوط .

- انها منخفضة التكلفة .

- انها تتمتع بمرونة مالية .

وهناك نوعان أساسان من المبادلات والتي يجري التعامل عليها يوميا وهما :

**ج/3/4/1 مبادلات العملة** : يقصد بها شراء او بيع عملة على اساس التسليم الانبي بالسعر الانبي اعادة بيعها او شرائها في نفس الوقت على اساس التسليم الاجل بسعر اجل .

**ج/3/4/2** : عقود مبادلة اسعار الفائدة " مبادلة اسعار الفائدة هي اتفاقية بين طرفين يوفقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة وفقا لصيغ معينة ومثال ذلك عقد مبادلة فائدة يبرم بين بنك تجاري وشركة التأمين بمقتضات يدفع البنك لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابتة وفي المقابل تدفع شركة التأمين للبنك فوائد بسعر فائدة متغير ، وذلك على اساس مبلغ القرض يتفق عليه الطرفان (1).

(1) :مرجع سابق ، ص ص 54،55 .

### المطلب الثاني : اعضاء بورصة الأوراق المالية :

تتم ممارسة العمل داخل البورصة من الأعضاء ، فهم الذين لهم الحق بالمشاركة في عمليات تداول الأوراق المالية داخل البورصة ويثار ألى عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة ولكل عضو الحق في التصويت في الجمعية العمومية للبورصة ، انتخاب مجلس محافظي البورصة كما ان له الحق ان يتنازل عن عضويته لشخص اخر تتوافر فيه الشروط الضرورية ولهذا يتوقف نشاط وفعالية البورصة على قدرات الأعضاء العملية وخبرتهم بأمر البورصة .

**أولا : الأعضاء العاملين** : هم الأعضاء الحاصلون على العضوية مقابل مبلغ محدد تحدده البورصة لائحة البورصة في الآتي : (1)

- سماسرة الصالحة: (سماسرة السماسرة) مع الجمهور ويختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء والتي تهدد بها السماسرة الآخرين .
- السماسرة بالعمولة : ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية يمتلكها مقابل عمولة تحددها لائحة البورصة .
- تجار الصالة أو المقصورة : يشبهون سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم الخاص ولا يحتفظون بأوراق المالية لمدة طويلة .
- المتخصصون : هم أعضاء السوق المالي الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد وبمعنى آخر المتخصص ما هو إلا سمسار اختار نشاطه على مجموعة محددة في الاسهم .
- يتم تداولها في مركز واحد وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز ، يقوم يتلقى طلبات السماسرة الاخرين لينفذها نيابة عنهم ، ولا يحق لأي وسيط ان يمارس اعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق .
- السماسرة والمتعاملون في الطلبات الصغيرة (تجار الطلبات الصغيرة): يقوم هؤلاء التجار بشراء الاوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعون بكميات صغيرة لمن يريد الشراء مقابل الحصول على عمولة كبيرة نسبيا تتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة يعاون الاعضاء العاملين بالبورصة فنتين هما المندوب الرئيسي ويعمل موظف لدى السمسرة

(1): حسن بني هاني، مرجع سابق، ص 33.

- اما الفئة الثانية هم الوسطاء كحلقة اتصال بين السماسرة والعملاء يتلقون منهم اوامر الشراء او البيع ويبلغونها للسماسرة وتنفيذ الصفقات نيابة عن السماسرة بالمقصورة وتحت مسؤوليته .
- ثانيا : الأعضاء غير المتعاملين في البورصة**: هم كبار المتعاملين شراء أو بيعا للأوراق المالية ولكن ليس لهم الحق التعامل في المقصورة أو الصالة ويقومون بتنفيذ طلباتهم مقابل عمولة منخفضة ومن اهم فئات الأعضاء غير العاملين مايلي (1):

- الأعضاء المنظمين : وهم الشركات وصناديق الإيداع التي تعمل في مجال الاوراق المالية ، ويتم تعيينهم من قبل لجنة البورصة .
- سماسرة الخصم : وهي نوع من السماسرة التي تقدم خدمات الإدارية والكتابة الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء ويعملون من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعمليات حفظ الأوراق المملوكة لعملائها في خزائنها وتحصيل فوائد نيابة عن العملاء في تواريخ استحقاقها ، فضلا من إتخاذ قرار الشراء والبيع المناسب له دون الحاجة للتعامل مع الاعضاء العاملين بالبورصة .
- مكاتب الخدمات الاستشارية: وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الاوراق المالية ولكنها تساعد في تدعيم كفاءة السوق المالي من خلال الدراسات الابحاث التي تجريها هذه المكاتب عن نشاط البورصة سواء لحساب بعض العملاء او بيوت السمسرة مقابل مبلغ من المال يثق عليه مقابل الخدمات .

### المطلب الثالث : المتعاملون في سوق الأوراق المالية :

هناك تصديقين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هي :

**أولاً : تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل :** تمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء الى أربعة مجموعات رئيسية هي :

أ- المضاربون المحترفون : يهدف هؤلاء المتعاملون الى الاستفادة من فروقات الاسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون لمتابعة تحركات بالسوق بصفة مستمرة اضافة الى التنبؤ باتجاه السوق ويقوم هذا المضارب باستخدام ادوات التحليل الاحصائي والاقتصادي التي يتمكن بواسطتها من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق .

(1): محمد عثمان إسماعيل حميد : أسواق رأسمال وبورصة الأوراق المالية ومصادر مشير وعات الأعمال ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ص 93.

ب- المضاربون الهواة : يهدفون إلى الاستفادة من فروق الأسعار دون الإهتمام بدراسة تحركات الأسعار ووضعية السوق والعوامل .

ج- المتأمرون : يستخدم المتأمرون وسائل مصطنعة لتحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا أو نزولا وفق لرغبتهم حيث يصبح سعر الورقة المالية في السوق أعلى أو أقل من السعر العادل الناتج عن قوى العرض الطلب العاديين ويتميز هؤلاء بامتلاكهم الموارد المالية الضخمة التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم .

د- المستثمرون : هناك نوعان من المستثمرين :

د/1 المستثمر الداخلي : هدفه الأساسي هو السيطرة على الشركة من خلال إمتلاك عدد كاف من الأسهم ويأتي الربح في المرتبة الثانية .

د/2 المستثمر العادي : هدفه الأساسي هو تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

**ثانيا : تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطلبين :** من خلال التصنيف السابق للأطراف المتعاملين في سوق الأوراق المالية انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الاطراف المتعاملة في سوق الاصدار وعليه يمكن تقسيم المتعاملون في سوق الاوراق المالية الى كل من المعارضين والطلبين لرأسمال على النمو التالي (1) :

أ- الطالبون لرأسمال : هم أصحاب الاموال او المدخرات او من لهم فائض في مواردهم المالية يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة ويعتبر الطالبون لرأسمال مصدر الاموال المستثمرة في سوق المال وتشمل الافراد والمؤسسات ( البنوك شركات التامين ، صناديق الايداع والادخار ، صناديق الإستثمار) .

ب العارضون لرؤوس الاموال : ويقصد بالعارضين لرؤوس الاموال في شكل اوراق مالية ويشمل هذا النوع الافراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم ويحصلون على الاموال التي هم بحاجة اليها من السوق المالي ويأخذون في اغلب الاحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الاسهم والسندات بالإضافة الى العارضين والطلبين يوجد الوسطاء الماليون وهم ضاع ومحركو السوق ويمكن تقسيمهم الى السماسرة ووكلاء التبادل وصناديق الإستثمار.

(1) رسمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية والنقدية ، المعتر للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2005 ، ص 37.

**المطلب الرابع : القواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية :**

**أولاً : الأوامر في سوق الأوراق المالية :**

أ- تعريف أوامر سوق الأوراق المالية : أي أوامر البائعين أو أوامر المشترين ، حيث ان كل المبادلات في البورصة تنتج عن الارتباط بين امرين متعاكسين (بيع وشراء) أي ان أوامر البورصة هي تلك التعليمات التي يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء او بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ولهذا يجب على المستثمر ان يوضح بشكل دقيق المعلومات المتعلقة بالسعر ، ومدة صلاحية الامر .

ب- انواع اوامر سوق الاوراق المالية : هناك عدة أوامر في سوق الاوراق المالية تذكر اهمها :

ب-1 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ : وهي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل أو الأساس وتنفيذ الصفقة أو عدمه ويوجد بديلين في الأوامر في هذا الصدد هما(1):

ب-2 أوامر السوق : وبموجبه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية على وجه السرعة وبالسعر الافضل الذي يمكن ان يجري عليه التعامل ، وعليه يختار السمسار افضل عرض لأمر الشراء ، وأفضل سعر طلب لأمر البيع حيث ان لهذا النوع من الاوامر مزايا كما له عيوب فهو من حيث المزايا يتميز بالسرعة وضمنان التنفيذ حيث عادة ما تنفذ الصفقة في الدقائق الاولى ، أما اهم عيوبه فهو ان المستثمر لا يمكن ان يعرف السعر الذي سينفذ به إلا عند اعلامه به كما عليه قبول السعر السائد في السوق.

ب-3 الأوامر المحددة : بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم ، أو سعر البيع مسبقا ، مثل هذا السعر يمثل الحد الادنى في البيع والحد الاعلى في حالة الشراء ، وبالتالي فمعرفة الوسيط القيمة التي يدفعها مقالا ما تعتبر من اهم مزايا هذا النوع وقد لا يصل سعر السوق الى القيمة او الحد الذي تحدده من طرف الزبون وبالتالي قد لا ينفذ الصفقة ، وهي أهم عيوب هذا النوع من الأوامر .

ب-4 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ : أي الأوامر التي ينون ، الزمن أو الوقت هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها وتنقسم هذه الأوامر بدورها إلى :

ب/4-1 أوامر محددة بيوم : هو الامر الذي يبقى ساريا من ساعات اليوم وهو اكثر شيوعا وغالبا ما يكون مبنيا على توقعات بان ذلك هو افضل يوم لتعامل بالورقة المالية المعينة .

ب/4-2 : اوامر محددة بأسبوع او شهر : فالأمر المحددة بأسبوع ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه أما الأمر المحدد بشهر فإنه ينتهي بنهاية الشهر الذي صدر فيه (1)

(1) : أحمد صيام زكي : مبادئ الإستثمار ، دار المناهج ، الأردن ، 1997 ، ص 60 .

ب-4-3 الأمر المفتوح : وهو ذلك الأمر الذي يبقى ساري المفعول حين يقرر المستثمر تنفيذه او الغاءه وهذا الامر قد ينطوي على خطر ان هما :

مخاطر النسيان : أي أن ينسى المستثمر أنه اصدر أمر مفتوح الطول المدة ،

- خطر تغير المعلومات .

ب-5 الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ : ومن الأمثلة على هذا النوع من الأوامر ما يلي (1):

ب-5-1 الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة : أي أنها تجمع بين مزايا الأمر المحدد للسعر ، والأمر المحدد للزمن فهي تشترط اتمام الصفقة بسعر معين وكذا خلال فترة زمنية معينة .

ب-5-2 الأمر المفتوح في حدود سعر معين : أي الأمر الذي لا يحدد له فترة زمنية غير انه يشترط اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق الذي يحدده المستثمر او سعر افضل منه .

ب-6 أوامر خاصة : من ابرز انواع هذا النوع من الاوامر مايلي (1) :

ب-6-1 أوامر الإيقاف: وهي الأوامر التي تنفذ إلا اذا وصل سعر السهم الى مستوى معين او تعدها ، وقد تتحول وأمر الإيقاف الى امر السوق .

ب-6-2 أوامر الإيقاف المحددة : تعالج هذه للأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفيذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الأيقاف ففي اوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر حد ادنى لسعر البيع ، وحدا اقصى سعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر او سعر افضل منه ، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الامر في الصالة يمكن اللجوء الى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم ، وذلك طالما ان هذا السعر لم يهبط (حالة البيع) او يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده العميل في الأمر .

ب-6-3 أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال : أي ان يترك السمسار الحق في ابرام الصفقة حسبما يراه وقد تكون الحرية للسمسار مطلقة فهو يختار الورقة محل التعامل والسعر ، وما اذا كانت الصفقة . شراء أو بيع وتوقيت تنفيذها ، اما الأوامر المقيدة وفتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر تتوقف على مدى ثقة العملاء من السمسار وقدرة هذا الاخير وكفائته وهذا النوع يتميز بإعطاء قدر كبير من المرونة لسمسار .

(1): محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص ص 126 ، 127 .

**ثانيا : تسعير الأوراق المالية :** السعر في الأسواق المالية هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية ، ويتوقف السعر على اساس العرض والطلب غير ان اهم ما يميز العرض الطلب في سوق الاوراق المالية هو انه عرض وطلب تلعب المعلومات دورا اساسيا في تحديد لذا عمدت بعض انظمة اسواق الاوراق المالية الى تجنب حدوث فروقات في اسعار الاوراق المالية حفاظا على استقرار الاسعار في الأسواق وذلك من خلال وضع فروق قصوى مسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الاول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة .

- ومن أهم اشكال التسعير الموجودة في وسوق الأوراق المالية هي (1) :

أ- نقطة التوازن : تكون نقطة التوازن نتيجة تلاقي العرض الطلب عند نقطة معينة ، ويختل هذا الوضع في حالة قصور العرض من مجارة الطلب عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين والعكس في الوضع في حال عدم مجارة الطلب للعرض حيث لا تتم تلبية طلبات البائعين .

ب- التسعير بالمنادات : يتم التسعير عن طريق المناداة بإجتماع الوسطاء الوجهة ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات التي بحوزتهم او باستعمال اشارات باليد تكون افقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع .

ج- التسعير بالمعارضة : تدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء وتؤدي مختلف هذه التسجيلات الى معرفة مقدار نجاح هذه الطريقة على السعر وهو موظف في البورصة والخبير هو مندوب احد الوسطاء .

د- التسعير بواسطة الصندوق : تستعمل هذه الطريقة بصورة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى توازن عن طريق التسعير بالمعارضة حيث تعتمد الوسطاء الى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد ، وتعتمد ادارة السوق الى تحديد الاسعار ، حسب ما يضمنه الصندوق من عروض وطلبات

وهناك عدة عوامل تحدث أثرا في تكوين السعر هي (2) :

(1): أرشد فوائد التميمي ، أسامة عزمي سلام : الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الاردن ، 2004 ص 173 .

(2): أشرف محمد دواية : نحو أسواق مالية إسلامية ، دار السلام ، القاهرة ، 2006، ص107 .

- هناك عوامل خاصة بكل ورقة مالية على حدى ، كالربح الذي تغطيه والرقعة المالية وملاءة المؤسسة

- عوامل عامة تتعلق بمجموع الأوراق فقد يكون هناك اتجاه عام نحو الصعود او إتجاه عام نحو الهبوط ومن هذه العوامل منها ما هو ذو صفة اقتصادية كأسعار المواد الأولية ومنها ما هو ذو صفة سياسية مثل: السياسة المالية لدولة وخطر الحرب .

يمكن التأثير كذلك على الأسعار عن طريق شراء الإسناد أو بيعها من قبل الصناديق العامة أو مصرف الإصدار بذلك للتأثير على سعر الإسناد وسعر العملة في ان واحد رقابة جمعية الوسطاء على وسطاء الاوراق المالية التي يمكنها رفض التسعير .

**ثالثا : أساليب القيد والتداول في سوق الأوراق المالية :**

يتم قيد وتداول الاوراق المالية من خلال مايلى (1) :

أ- الإكتتاب المحدود : يهدف الى توفير الأموال المطلوبة للشركة دون اللجوء إلى الإقتراض ويتم تسويق الأوراق المالية المصدرة خارج السوق الأوراق المالية عن طريق السمسرة وشركات متخصصة في تسويق الأوراق المالية والترويج لها .

ب- الاكتتاب المباشر : عن طريق بورصة الاوراق المالية وهو من الطرق الشائعة في الاكتتاب وفي هذه الحالة يقوم السمسرة كعضو عامل في البورصة بمساعدة احدى بيوت الاصدار بالاتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة من احدى الشركات التي تتميز بخصائص ادارية وتمويلية جيدة وبمجرد تنظيم عمليات الاكتتاب يقدم السمسار طلب لبورصة الاوراق المالية ويمر بنفس اجراءات الاكتتاب المحدود ، يضاف لذلك ضرورة الحصول على تصريح من لجنة اصدار رأسمال والقيام بالإعلان عن الاصدار مع ايداع صورة من الاعلان لدى موثق الشركات لا تحصل الشركة على تصريح بالاكتتاب والتعامل في الاسهم إلا ان كان الاكتتاب قد تم فعلا وبالكامل .

ج: الاكتتاب العام : وهو بيع الاوراق المالية للجمهور فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة فان الاكتتاب او الاصدار العام يتم عن طريق احد السماسرة العاملين في البورصة للاتفاق على حجم وشكل الاصدار ثم تتم كافة اجراءات التصريح بالإصدار من قبل البورصة والإعلان عنه حتى يصبح الاكتتاب نافذا .

(1): محمد يوسف ياسين : البورصة (عمليات البورصة تتنازع القوانين ، اختصاص المحاكم )، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2004 ص 105 ، 106 .

د- العرض للبيع : وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور نيابة عن الشركة ، ولكن بسعر اعلى عن سعر شرائها ، ويتم هذا البية الصفقات العادية التي تتم في البورصة .

و- الإصدار عن طريق العطاءات : ويهدف إلى الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في أسعار ، حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي للورقة المالية ثم يتقدم ، المستثمرين بعطاءاتهم لشراء الكمية



المصدرة بحد أقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد ، ويتم البيع لأصحاب العطاء ان الذين يقصد على الاوراق المقيدة في البورصة سواء كانت مقيدة في :

و-1: جدول الأسعار الرسمية : والتي يقيد فيها الأوراق المالية المستوفاة لكافة شروط القيد بالبورصة ويتم قيد الأوراق المالية الحكومية في هذا الجدول بقرار من الوزير المختص أما بالنسبة للشركات .

فيتم بناء على طلب يقدم اللجنة التسجيل بالبورصة خلال سنة على الاكثر من تاريخ فقل باب الاكتتاب العام في ادارها المالية المصدرة وخلاف ثلاثة شهور لنشر ميزانية السنة الثالثة اذا كانت أوراقها المالية لتم تطرح للاكتتاب العام .

و-2: جداول الأسعار المؤقتة : وهو الجدول الذي تقيد فيه الأوراق المالية غير مستوفاة لشروط القيد في البورصة في هذا الجدول تقيد الشركات التي لم تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام بشرط تقديم ميزانية عمومية مرضية عن سنة واحدة أو التي أصدرت شهادات مؤقتة لحين طبع أوراقها المالية بشرط نشر الميزانيتين العموميتين عن سنتين متتاليتين ، وكذلك الشركات التي اصدرت أوراقها المالية ، ولم تدفع قيمتها بالكامل ويختص القيد في هذا الجدول لجنة البورصة (1)

(1) :أمين عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص ص 146 ، 147 .

### المبحث الثالث : كفاءة سوق الاوراق المالية :

أثارت فكر كفاءة اسواق الأوراق المالية اهتمامات الكثيرين ووفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن نستجيب اسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين حيث تلعب الكفاءة دور كبير في تحديد السعر الحقيقي للورقة المالية وبالتالي تفعيل دور أسواق الأوراق المالية .

#### المطلب الاول : تعريف سوق الاوراق المالية :

السوق الكفاء السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره المنشأة كافة المعلومات المتعلقة بها ، حيث يتجه صعودا او نزولا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات اذا كانت جيدة او سيئة وقد تكون متمثلة في القوائم المالية او معلومات تثبتها وسائل الاعلام او تتمثل في السجل التاريخي لسر السهم في الفترات الماضية أو في تقارير على اثار الحالة الاقتصادية العامة على اداء المنشأة او غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم .ويمكن ان تكون الكفاءة السوق كاملة أو اقتصادية :

#### أولا : الكفاءة الكاملة :

السوق الكفاء هو ذلك الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله من ابناء سارة او غير سارة وهذا بالطبع يحمل في طياته انه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وأخر على تلك المعلومات ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لغيره وهذا المفهوم الكفاءة السوق ويطلق عليه للكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر الشروط التالية (1):

1- المعلومات عن السوق المتاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف وفي ظل الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم.

2- أنه لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات او الضرائب كما يمكن للمستثمر ان يشتري وبيع أي كمية من الاسهم مهما صغر حجمها وذلك يسير وسهولة هذا الى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول او خروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين او المنشآت الراغبة في الحصول على الاموال كما لا توجد قيود اخرى من أي نوع .

1): منير ابراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق المال ، منشآت توزيع المعارف ، الإسكندرية ، 2007 ، ص ص 489- 499 .  
3- هناك عدد كبير من المستثمرين ومن ثمة فان تصرفات أي منهم لا يحتمل ان تؤثر تأثير ملموسا على اسعار الأسهم هذا يعني ان على مستثمر ان يقبل الأسعار المعلنة على انها قضية .

4- ان المستثمر يتصفون بالرشد ومن ثم فأنهم يسعون الى اعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم

**ثانيا : الكفاءة الاقتصادية :** اما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فانه يتوقع ان يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات الى السوق حتى تبدو اثارها على اسعار الاسهم ، مما يعني ان القيمة السوقية للسهم قد تبقى اعلى واقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل ولكل سبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة الى درجة ان يحقق المستثمر من ورائها ارباحا غير عادية على المدى الطويل (1).

### المطلب الثاني : متطلبات الكفاءة :

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدر يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشرة وأخر غير مباشر .

**اولا : الدور المباشر :** يقوم على حقيقة مؤدها انه عندما يقوم المستثمرين بشراء اسهم منشأة ما ، فهم في الحقيقة عوائد تتاح بها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة اصدار المزيد من الاسهم وبييعها بسعر ملائم مما يعنى زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الاموال .

**ثانيا : الدور غير المباشر :** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمام المقترضين ، مما لا يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السند أو ابرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون سعر فائدة معقول ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ينبغي ان تتوافر فيه سيمائتين أساسيتين : كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير (2)

أ- الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) الكفاءة الداخلية للسوق هي مقدرة على خلق التوازن بين العرض والطلب دون يتكدس المتعاملون تكاليف عالية عن العملات بالوسطاء الماليين دون ان يتاح فرصة لصانع السوق

لتحقيق هامش ربح متغالي فيه والسوق ذات الكفاءة الداخلية ايضا هي سوق التي توفر الاموال وتوجهها بسرعة الى مشروعات الاعمال وفي نفس الوقت تحقق لمستثمرين بها اربحا رأسمالية إرتفاع استثماراتهم في

(1): عبد الغفار حنفي : الاستثمار في الأوراق المالية ( اسهم السندات ، وثائق الاستثمار الخيارات)، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2000 ، ص 200 .  
(2) : عصام حسين : أسواق الأوراق المالية البورصات، دار أسامة ، الأردن ، 2008 ، ص 32.

تلك السوق (1).

ب- الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير): تتحقق كفاءة السوق الخارجية عند الحصول على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي نفس الوقت من قبل جميع المتعاملين بدون تكلفة اضافة وبفرض متكافئة ، مما يجعل اسعار الاوراق المرآة العاكسة لكافة المعلومات المتاحة بذلك فان كفاءة الاسعار تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل اذا ينبغي ان تكون تكلفة الحوصلة على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتحقق أي ان كلفة اتمام الصفقات عند حدها الأدنى.

وحتى تتحقق كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل لا بد من توفر مجموعة من الشروط لهما ما يلي (2) :

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة .

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه وهذا الشرط نتيجة للشرط السابق يتوفر خاصية السيولة في السوق الأوراق المالية.

- تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع او شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة ، وأيضا هذه الخاصية تقلل من فرص المضاربة عن المأمونة فيه .

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضرة والمستقبل.

- توفر عنصر الشفافية يقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة .

- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.

(1): حمزة محمود الزبيدي : الاستثمار في الأوراق المالية ، دار العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004 ، ص ص 124 - 127 .

(2): دريد كامل الشبيب : الاستثمار والتحليل الاستثماري ، الدار العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص ص 205 ، 206.

### المطلب الثالث: مستويات الكفاءة:

اولا : **الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق** : تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بان تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الاسعار الحالية وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في السوق مما يعني بان أي محاولة

تنبؤ مما يكون عليه السعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي تطرأ ت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى (1) .

**ثانيا : الصيغة متوسطة الكفاءة السوق :** التي تنقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لانعكس كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات الظروف الاقتصادية ظروف المنشأة او ظروف الصناعة ، التقارير المالية ..... )

إذا كانت الاسعار الاسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الاساسي لتلك المعلومات ان تحقق ارباح غير عادية على حساب اخرين إلا اذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .

**ثالثا : الصيغة القوية لكفاءة السوق :** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة لكل المعلومات العامة والخاصة ولكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على ارباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخيرة افضل مستشاري الاستثمار (2)

(1) : خالد وهيب الراوي : إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر ، الأردن ، 2009 ، ص250.

(2) : زياد رمضان ، مروان شموط : الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحددة للتسويق والتوريدات ، القاهرة ، 2007 ، ص 194 .

## الخلاصة:

يتمتع السوق المالي بأهمية كبيرة باعتباره مكان التقاء عرض الاموال بالطلب عليها ويمكن تقسيم هذه السوق الى قسمين اساسين هما السوق النقدي وسوق المالية فالأول يتم فيه تداول أوراق مالية قصيرة الاجل مثل الاسهم والسندات ويتشكل سوق الأوراق المالية بدوره من سوق الاصدار والسوق الثانوي .

فسوق الاوراق المالية تتسم بكونها اكثر تنظيما من باقي الاسواق المالية والأخرى وكذا بالمرونة كما يتميز بتوفر المعلومات المتعلقة بمختلف الاوراق المالية المتداولة فيها كما تساهم هذه السوق من خلال وظائفها المتعددة في تنشيط الاقتصاد وتحديد الاسعار المناسبة للأوراق المالية ولا تحقق هذه الوظائف إلا وفقا لتطبيق وإتباع اجراءات ونظم واضحة خاصة بها ، وحتى تكون اسواق الاوراق المالية ذات فعالية لا بد ان تتسم بالكفاءة التي تشير الى مدى استجابة الأسعار السوقية للأوراق المالية بالمعلومات والبيانات المتاحة التي يجب ان توفرها سوق بسرعة بدون كلفة وتسير لكافة المتعاملين .



**المبحث : مفاهيم حول حوكمة الشركات :**

يمكن القول أن هناك عوامل عديدة وتطورات ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات الى العلن والحوكمة كغيرها من الظواهر الإقتصادية لها مجموعة من الخصائص التي تتميز بها وتطبيق حوكمة الشركات بالعديد من المرحل .

**المطلب الأول: نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات :****اولا : نشأة حوكمة الشركات :**

أدى ظهور نظرية الوكالة "AGENCY THEORY" وما ارتبط بها من القاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين اعضاء مجالس الشركات وبين المساهمين ، إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على رة بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة ، وذلك باعتبارهم الجهة التي تمسك بزمام الامور داخل الشركات (1) .

وفي عام " 1976 " قام كل من "JENSEN AND MECKEI" بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميته في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة . ولاحق ذلك مجموعة من الدراسات العلمية التي اكدت على أهمية الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات وأثرها على زيادة ثقة المستثمرين في أعضاء مجالس إدارة الشركات وبالتالي قدرة الدول على جذب مستثمرين جدد سواء محليين أو اجانب وما يترتب على ذلك من تنمية إقتصاديات تلك الدول . وصاحب ذلك قيام العديد من دول العام بالإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات عن طريق قيام كل من الهيئات العلمية بها والمشرعين بإصدار مجموعة من اللوائح والقوانين والتقارير التي تؤكد على أهمية التزام الشركات بتطبيق تلك المبادئ وفي الولايات المتحدة ادى تطور سوق المال ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبته وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل به مثل :

"SECURITIES ESCCHANGE COMMISSION" "SEC" "بالإضافة الى التطور الذي وصلت اليه مهنة المحاسبة والمراجعة الى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإلزام الشركات وخاصة المسجلة أسهمها لدى البورصات بضرورة تطبيق المبادئ التي يتضمنها هذا المفهوم . ومن الملاحظ ان الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة والذي يعتبر اكبر صندوق للمعاشات العامة في الولايات المتحدة بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين .

(1) محمد مصطفى سليمان : دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري- دراسة مقارنة - ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2009 ص ص 15 ، 16 .

وفي عام " 1987 " قامت اللجنة الوطنية والخاصة بالإنحرافات في إعداد القوائم المالية التابعة لكل من SEC بإصدار تقريرها المسمى "TREADWAY COMMISSION" والذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من صنع حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الإهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهنية المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة الشركات وفي عام 1999 أصدر كل من "NEW YARK" (NATIONAL ASSOCIATION SECURITIES DEALERS) تقدير رأيهما المعروف باسم (BLUE RIBBON REPORT ABLAT) والذي اهتم بفاعلية الدور الذي يمكن ان تقوم به لجان المراجعة لشركات بشأن الإلتزام بالمبادئ حوكمة الشركات وفي احتجاب الانهيارات المالية الكبرى الشركات الامريكية في عام " 2002 " ثم اصدار " SARBANES OXLEYACT" الذي ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي والإداري الذي يواجه والعديد من الشركات من خلال تفعيل الدور الذي يلعبه الاعضاء غير التنفيذيين في مجالس ادارة الشركات ولم يقتصر الامر على الولايات المتحدة والمملكة المتحدة بشأن الاهتمام بالدور الذي يمكن ان تلعبه حوكمة الشركات في المنع او الحد من الانحرافات المالية والإدارية فقد ظهر العديد من التقارير

في كل من كندا ، فرنسا ، ألمانيا و إيطاليا والعديد من دول أمريكا اللاتينية وشرق اسيا عن طريق الهيئات العلمية والبورصات المالية بها .

**المطلب الثاني : تعريف حوكمة الشركات وخصائصها ومراحل تطبيقها :**  
**اولا : تعريف حوكمة الشركات :**

في بداية تناولنا المفهوم حوكمة الشركات تجدر الاشارة الى انه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين و المحللين المفهوم حوكمة الشركات " CONPORA LE GOVER NANCE" ويرجع ذلك الى تداخله في العديد من الامور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الامر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد لكل وفيما يلي مجموعة من التعاريف المتعلقة بهذا المفهوم :

- هو نظام متكامل للرقابة المالية والغير مالية والغير مالية الذي عن طريقة يتم ادارت الشركات والرقابة عليها (1)

- هو مجموعة من الطرق والتي يمكن من خلالها ان يتأكد المستثمرين من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم .

- هو مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الاسهم وأصحاب المصالح أو الاطراف المرتبطة بالشركة مثل " حملة السندات ، العمال ، الدائنين المواطنين من ناحية اخرى .

(1) : عطالله و ارد خليل وآخرون : الحوكمة المؤسسة ، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2008 ، ص ص 27،28 .

- كما يعرف البنك الدولي الحوكمة بأنها " راحة التي من خلالها تتم ادارة الموارد الاقتصادية للمجتمع بكفاءة عالية بهدف التنمية "

- كما خالص برنامج الامم المتحدة الانمائي إلى أن : " الحوكمة تعبر عن ممارسة السلطات الاقتصادية الرشيدة السياسة و الادارية الفعالة لإدارة لشؤون المجتمع على كافة مستوياته" في حين يرى " POUR KINSON" انها ذلك الاجراء الاداري والإشرافي و التليقي المعتمد والذي يعكس مصداقية ادارة الشركة في تم عايتها لمصالح الشركاء . (1)

- كما يثير مفهوم حوكمة الشركات بأنه" انظمة يتم بموجبها ادارة الشركة والرقابة عليها ، وفق هيكل يحدد توزيع الحقوق والمسؤوليات فيما بين المشاركين مثل : مجلس الإدارة والهيئة الادارية والمساهمين ، ويرسم القواعد والإجراءات المتعلقة باتخاذ القرارات في شؤون الشركة".

- كما تعني ايضا" النظام الذي يتم من خلاله توجيه اعمال الشركة ومراقبتها على اعلة مستوى من اجل تحقيق اهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية" (2) .

**ثانياً: خصائص حوكمة الشركات :** يشير مصطلح حوكمة الشركات " CORPORATE GOVERNANCE" الى الخصائص التالية (3):

- الانضباط : أي اتباع السلوك الاخلاقي المناسب والصحيح .
- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث .
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل.
- المساءلة : أي مكان تقييم وتقدير اعمال مجلس الادارة والإدارة التنفيذية .
- المسؤولية : أي وجود مسؤولية امام جميع الاطراف ذوي المصلحة في المنشأة .
- العدالة : أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات اصحاب المصلحة في المنشأة .
- المسؤولية اجتماعية : أي النظر الى الشركة كموطن جيد .
- المساءلة : ويقصد بها محاسبة المسؤولين عن اتخاذ القرارات بواسطة المواطنين والجهات الاخرى ذات الصلة التي بحق لها مراقبة اداء المسؤولين ومساءلتهم شعبيا عن الفساد والانحرافات داخل دواوين وأجهزة الحكومة .

- الكفاءة والفعالية : وتعتبر عن قدرة الأجهزة الحكومية على استخدام الموارد المتاحة لها في برامج ومخطط ومشروعات تلبية احتياجات المواطنين والتعبير عن اولوياتهم مع تعظيم اوجه الاستفادة من تلك الموارد والحصول على افضل عائد ممكن من خلال رؤية استراتيجية بعيدة المدى

- 1: نظير رياض محمد الشحات : إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات ، دار الجامعية للنشر ، القاهرة ، 2008 ، ص 295 .  
 2: أمين السيد أحمد لطفي : المراجعة الدولية وعولمة رأس المال ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2005 ، ص 695 .  
 3: طارق عبد العال حماد : دليل التعامل في البورصة ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2007 ، ص 26 .

تعتمد على تحليل الظروف المحيطة والاستفادة القصوى من الفرص المتاحة والاستعداد الدائم لمواجهة المعوقات والتحديات او المخاطر

- المشاركة : وتعني استفاد قوة الاجهزة الادارية الى حكم القانون والعدالة وقبول المواطنين لسلطة الفئات التي تحفز القوة داخل المجتمع في اطار ديمقراطي يحقق تكافؤ الفرص والعمل على تحسين مستوى المعيشة والتطلع الى درجات اعلى من الحرية الاقتصادية والتنمية البشرية والإنسانية والديمقراطية و عدالة التوزيع .

- الإستجابة : وترتبط الإستجابة بالشفافية والمساءلة وتوافر الثقة المتبادلة بين الأجهزة الحكومية والمواطنين وذلك إنطلاق من سعي الأجهزة الحكومية إلى خدمة كافة الأطراف المعنية وإستجابة لمطالبها خاصة الفئات المهمشة او الفقر ومحدودي الدخل وبذلك فان درجة استجابة الحكومة لمطالب المواطنين ومؤسسات المجتمع المدني توضح مدى نجاح الحكومة في الوصول الى الراشدة والفعالية المطلوبة للقضاء على الفساد دو تصحيح الاخطاء وضمان المشاركة واتاحة المعلومات والبيانات - والالتزام بإحكام القوانين والقضاء والتجاوب مع آمال وتطلعات ورغبات كافة فئات المجتمع .

ويعتبر نموذج إحوكمة المستجيبة هو التطوير أحدث المفهوم الحوكمة حيث يركز على منظور شبكات المصالح في المجتمع والدعوة إلى المشاركة مع المجتمع المدني والقطاع الخاص والإنتاج والمساءلة من جانباً أصحاب المصالح بداخل كل من الجهاد الحكومة وداخل المجتمع رجال الاعمال والسياسيين والمنظمات غير الحكومية حيث يحقق لكافة هذه الفئات الاستماع الى مطالبها والاستجابة السرعة لها (1)

**ثالثاً: مراحل تطبيق حوكمة الشركات :**

حسب تجربة الوكالة الامريكية للتنمية الدولية ، ومركز المشروعات الدولية الخاصة ، فان الشركات التجارية تم عبر خمس مراحل في بناء حوكمة الشركات و الترقى في القيام بممارسات اكبر تشددا فيها وهذه المراحل فالتالي(2) :

المرحلة الاولى: إدراج المفهوم لدى المجتمع الإقتصادي وتكوين وعي راقى له أشارت الوكالة الأمريكية للتنمية ومركز المشروعات الدولية الخاصة ، أي أول ما وجه الحوكمة في العديد من البلدان هو غياب مفهوم حوكمة الشركات وبالتالي كانت الخطوة الاولى هي تعريف المصطلح المفهوم وكل فوائد حوكمة الشركات لجميع الأوساط التجارية والحكومات وكل المعنيين ومحاول

(1) محمد مصطفى سليمان ، مرجع سابق ، ص 18 .

(2) جمدي عبد العظيم : عولمة الفساد وفساد العولمة ، اداري تجارب سياسي ، دولي ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2008 ، ص 265 ، 266 .

تطبيق ذلك محليا ومن أمثلة ذلك ان جمعية تطوير المؤسسات المالية في آسيا والمحيط الهادي بدأت في مسيرة رفع مستوى حوكمة الشركات بين البنوك الأعضاء فيها وهي تعمل على تنقيف أعضائها حول كيفية اتباع ممارسات حوكمة الشركات عند اتخاذ قرارات منح القروض ومدى المخاطرة المقبولة من البنوك في اطار تطبيق الحكومة وكان من نتيجة تلك الجهود ان العديد من الشركات الاسيوية اصبحت تعرف كيف تؤثر عوامل حوكمة الشركات على أرباحها .

المرحلة الثانية : وضع القوانين الوطنية يعد نشر الوعي في المجتمع الإقتصادي المعني يتم التوجه إلى عملية تحديد مبادئ السلوك المحلية المتعلقة بالحوكمة في الشركات وغالبا ما يتم اللجوء إلى الإعتدال على مبادئ منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية لحكومة الشركات كقاعدة يتم الانطلاق منها في مرحلة اولية ثم بعد ذلك يحتاج الدول لتطوير مبادئها وقوانينها الخاصة التي تعالج الواقع المحلي فيما يتعلق



بالتعامل التجاري والالتزام بالمعايير الدولية ، من خلال الجمع بين آراء من يمثلون المنظمات غير الحكومية معاهد تعليم حكومة الشركات القطاع الأكاديمي وسائل الاعلام ومؤسسات الاعمال الممارسات وحسب مركز المشروعات الدولية الغاصة ففي الشرق الاوسط وشمال افريقيا يعمل المركز بدغم من مباداة الشراكة الامريكية الشرق اوسطية مع مجموعات لتطوير معاييرها الخاصة التي تناسب واقع هيمنة مؤسسات الاعمال الي تملكها الدولة وانتشار الشركات العائلية ووضع النظام البنكي اما روسيا فقه حددت جماعات القطاع الخاص مجموعة مشتركة من المعاييرها وعرضتها على الحكومة ثم قامت الدولة تبعا لذلك بوضع قانونها الخاص بحوكمة الشركات وقد تقدمت لتصل المراحل الأخيرة من الحوكمة بعد ذلك .

المرحلة الثالثة : مراقبة تطبيق قانون الحكومة بعد أن يتم تبني قانون الحوكمة الشركات رسميا من طرف الدولة بمشاركة الاطراف المعنية تبقى مهمة متابعة تطبيقه الفعلي على ارض الواقع والأسف فعلى عكس الدول المتقدمة الى لديها اسواق مالية متطورة تنص من متطلبات الادراج فيها استيفاء شروط الحوكمة فان الدول التامين اسواقها المالية غير متطورة ولا تستوعب نسبة كبيرة من النشاط الاقتصادي ولذلك لا بد من توافر مع انشاء وتطوير اسواق الاوراق المالية من انشاء وتطوير مؤسسات لمراقبة التعامل بالأوراق المالية مع ذلك يمكن اللجوء لما اخرى للمراقبة فيمكن لجمعيات الشركات التجارية ان تلعب دورا هاما في مراقبة وضبط سلوك اعضاءها كما ان باقي المجتمع ممن هم خارج الوسط التجاري لهم مصلحة في تطبيق حوكمة الشركات ولذا يمكن لمجموعات منه المساهمة في عملية المراقبة وعلى الصحافة ايضا ان تتحمل جزء من مسؤولية الرقابة .

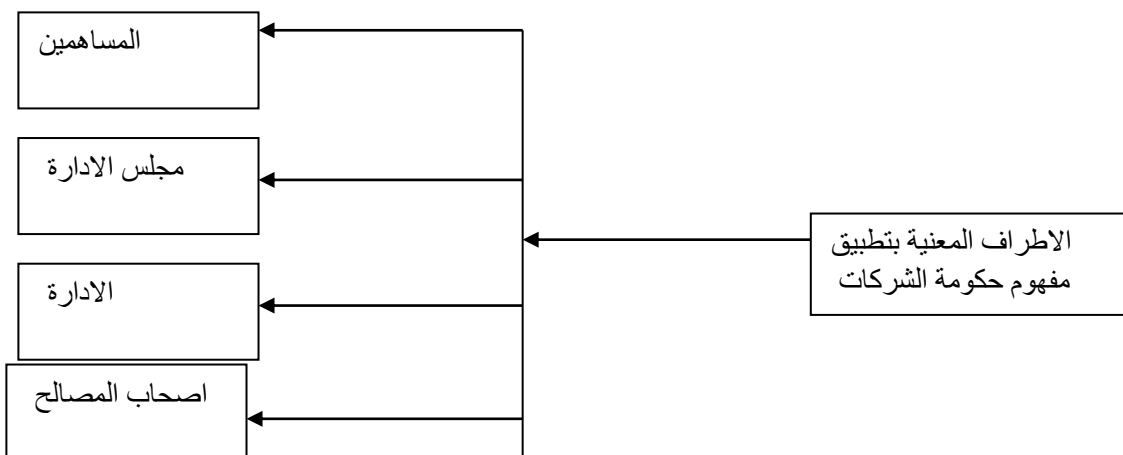
المرحلة الرابعة : التدريب على المسؤوليات الجديدة : مع اعتماد قانون الحكومة وإرادة البدء في تنفيذه لا بد من تعليم وتدريب الفاعلين الأساسيين الذين يقع على عاتقهم تنفيذ ما تتطلب الحكومة نظرا للمسؤوليات الجديدة التي يكلفون بها ويقصد بهؤلاء المديرين التنفيذيين في الشركات التجارية بعد اصدار قانون حوكمة الشركات نظم معهم المديرين الرؤساء ، سلسلة من الدورات التعليمية والتدريبية لكبار موظفي الشركات في مختلف إزاء الدولة وقد تطلب الامر منهم ترجمة المواد المناسبة من البلدان الاخرى ووضع موارد اساسية اخرى مبتكرة حسب المتطلبات بهدف غرس المعلومات والإحساس بأهمية التجربة في نفوس المتدربين وتعريفهم مدى حجم المسؤولية الملغاة على عاتقهم.

المرحلة الخامسة : اضعاف الطابع المؤسسات على حوكمة الشركات : تأتي هذه المرحلة من تطور حوكمة الشركات عندما تصبح الحكومة وممارستها جزء مهم من الوسط التجاري ، وعندما تكون المؤسسات التي تدعم التطبيق والامثال لمبادئ الحوكمة قد اصبحت ثابتة في مكانها ، وتشمل هذه المؤسسات مؤسسات القطاع الخاص مثل : معاهد المديرين لتامين التكوين والتدريب المستمرين حسب المستجدات والتطورات وكذلك مؤسسات الدولة كالنظام القضائي وأجهزته التي تحكم في النزاعات ونجد انه في البلدان ذات الاسواق المالية المتطورة ان قواعد وقوانين وهياكل حوكمة الشركات موجودة ضمن قوانين تحمي حقوق الملكية الخاصة وحقوق اصحاب الاسهم عبر البنود التشريعية والقواعد التنظيمية القرارات القضائية وقواعد التعجيل في أسواق الأوراق المالية ويشكل ما سبق البنية التحتية الضرورية لممارسة الحكومة لما أن الشركات تتبع المبادئ والتوجيهات التي يجري وضعها وتطويرها من قبل القطاع الخاص والقطاع الأكاديمي إستجابة للظروف السائدة في الاسواق وطلبات المستثمرين وها ما يساعد على تطوير الحوكمة أما البلدان النامية فعليها أن تلجأ إلى تطبيق كل ما سبق لتوفير البيئة المناسب. (1)

**المطلب الثالث** : **الاطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات**: هناك اربعة اطراف رئيسية تتأثر وتؤثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات وتحدد الى درجة كبيرة مدى النجاح او الفشل في تطبيق هذه القواعد والشكل التالي يوضح هذه الاطراف .

(1): لمياء بوعروج ، الجيجري نصيرة ، مداخلة بعنوان إشكالية الحوكمة والقطاع البنكي مع الإشارة الى تجارب بنوك عربية، ملتقى وطني : حول سبيل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة يومي 2 و3-12-2007، ص ص 11-13.

الشكل (1) الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات



المصدر : محمد مصطفى سليمان: دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري – دراسة مقارنة- الدار الدامعية ، الاسكندرية، 2009 ، ص17.

-المساهمين : shareholders: وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لأستثماراتهم ، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل ، وهم من لهم الحق في إختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم (1).

-مجلس الإدارة baardofchons: وهو من يمثلون المساهمين و وأيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح ومجلس الإدارة يقوم باختيار المدبرين التنفيذيين والذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين .

-الإدارة management: وهي المسؤولة عن الإدارة وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين. (2)

- اصحاب المصالح STOCHHOL DERS: وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة .  
- مثل الدائنين والموردين العمال والموظفين ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بمقدرة الشركة

(1): مرجع سابق ، ص 14.

(2): محمد مصطفى سليمان ، مرجع سابق ، ص ص 17 ، 18 .

على اسداد في حين يهتم العمال والموظفين هلى مقدرة الشركة على الاستمرار .

**المطلب الرابع : أسباب الأخذ بحوكمة الشركات وظروف تطبيقها :**

**أولا : أسباب اخذ بحوكمة الشركات :** هناك عوامل ساهمت في خروج حوكمة الشركات إلى العلن منها (1) :

انفجار الأزمة الآسوية في عام 1997 اخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات والأزمة المالية المشار إليها يمكن وصفها بأنها أزمة ثقة بين المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين الشركات والحكومة وقد كانت المشاكل العديدة التي برزت إلى المقدمة في أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين الداخليين والأقارب والأصدقاء بين الشركة والحكومة

وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل ، في نفس الوقت الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين لهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة إضافة للأزمة المالية العالمية 2008 مع تصاعد قضايا الفساد الشهرة في كبرى الشركات الأمر كل به فشل أنزون وغيرها بدا الحديث عن حوكمة الشركات حيث ان القوائم المالية لهذه الشركات كانت لا عبر عن الواقع الفعلي لها وذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة والمحاسبة وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تصدر مجموعة من الارشادات في شأن حوكمة الشركات بشكل عام زاد من حجة الدعوة إلى حوكمة الشركات ممارس الشركات متعدد الجنسيات في اقتصاديات العولمة ، حيث تقوم بالاستحواذ والاندماج بين الشركات من اجل السيطرة على الأسواق العالمية فرغم وجود الألاف من الشركات المتعددة الجنسيات فان هناك 100 شركة فقط هي التي تسيطر على مقدرات التجارة الخارجية على مستوى العالم من خلال ممارساتها الإحتكارية أكتسب المفهوم أهمية كبرى بالنسبة الديمقراطيات الناشئة نظرا للضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنقية العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة ، وتزايدت أهمية الحوكمة نتيجة الإتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الحرة وتبني فكرة التوجه نحو إقتصاد السوق التحرير التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخامسة لتحقيق معدلات مرتفعة من نمو إقتصاد وفي الواقع فقدها تطور حجم تلك الشركات إلى انفصال الملكية عن الإدارة وتوجهت هذه الشركات إلى أسواق المال كمصدر تمويلية اقل كلفة وساعدت موجة تحرير الأسواق المالية وحرية حركة رؤوس الأموال في اطار العولمة المالية على إرتفاع معدلات حركة الأموال دخولا وخروجا بشكل

(1):جبابة عبد الله ، مداخلة بعنوان : الحوكمة الية فعالة للقضاء على الفساد الإقتصادي ، ملتقى وطني حول : الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18 و19/11/2009 .

لم يسبق له مثيل في تاريخ الإقتصاد العالمي ووفر ذلك مصدر التمويل للشركات وأدى إلى تطور احجامها وانفصال الملكية عن الادارة تبعا لذلك وبالنتيجة ادى الى ضعف أليات .  
الرقابة على تصرفات المديرين والى وقوع كثير من الشركات في أزمان مالية وقت استلزم ذلك لاحقا الإهتمام بإجراء تفحص دقيق وإصلاح شامل للقوانين المتعلقة بسلوك الشركات بالإضافة إلى إنتشار الممارسات غير الأخلاقية من قبل مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والموظفين .  
**تطبيق ثانيا :العوامل المساعدة على حوكمة :** هناك عدة عوامل تشكل عاملا أساسيا في خلق البيئة الملائمة لحوكمة الشركات منها (1) :

\* **توفير المناخ المناسب للأعمال :** أن ترشيد الإمكانيات المادية والبشرية في شركة أي كان نوعها عامل ضروري ومهم لتحقيق الإنسجام والتكامل في أداء العمليات والنشاطات الخاصة بها ، مما يؤدي الى استخدام العقلاني الفعال وتحقيق الإستفادة القصوى وكذا الوصول الى الاهداف المسطرة بنجاح وهذا يتحقق بتوفير العوامل التالية :

- دقة تحديد الاهداف وتخطيط البرامج

-السعي قدر الامكان لتوظيف كل الامكانيات المتاحة

-البحث المستمر عن البدائل

\* **التخلص معوقات التغيير :** أن التحديث والتعبير في إدارة لا ينصرف إلى تغيير الأشخاص او هياكل ادارية ولكنه يتمثل في تغيير الطرق والأساليب التي يؤدي بها العمل مع الحرص على الارتقاء بالعنصر البشري من خلال التخفيف من الضغوط التي يعاني منها في شكل حوافر ، كما ان التحديث والتعبير لا يقتصر على البعد الفني فحسب بل انه يمتد الى ابعد من ذلك ليشمل كل القطاعات التي تشارك في بناء الوطن ، لسلبية ، الخدمة ، الحوكمية كانت ام غير حكومية لهذا يتعين ان يأتي التحديث والتعبير فعال بما يتلاءم مع ظروفها الخاصة بعد دراسة كاملة لأي مشروع حديث ويتغير من خلال جدول متميز وفي ظل ابتاع استراتيجية مناسبة تتلاءم مع الظروف والمتغيرات المحيطة.

\*إستعمال تقنيات المعلومات والإتصال : إن من بين العوامل السياسية التي تكون بها الحوكمة المؤسسية فعالة في وسائل الإتصال وكما نعرف فإن أهدافها منجزة في تحقيق التنمية وتقوية أداء الإقتصاديات وأن لوسائل الإتصال دور كبير في تحقيق هذه الأهداف ولهذا فإن تنمية تقنيات المعلومات والإتصالات كانتا من أبرز اهتماماتها برنامج الحوكمة.

(1): محمد موساوي ، زواد نجاة ، مداخلة بعنوان : تقييم مدى تطبيق الحكم الراشد في الجزائر – من خلال دراسة تحليلية مقارنة لمؤشر قياسه- الملتي الوطني حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسة الاقتصادية الوطنية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة ، يومي 2 و3/12/2007/ص ص 4 ، 5 .

### المبحث الثاني : اهداف حوكمة الشركات المحددات الأساسية لتطبيقها وأهميتها ركائزها :

إن لحوكمة الشركات مجموعة من الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها في مختلف المجالات كما يتدخل في تطبيقها العديد من الأطراف الفاعلة خاصة وإنها تقوم على مجموعة من الأسباب والركائز التي تساعد على الوصول بها الى الأهداف المسطرة .

**المطلب الاول: أهداف حوكمة الشركات :** تساعد الحوكمة الجيدة الشركات في دعم الأداء وزيادة القدرات التنافسية وجذب الاستثمارات للشركات وتحسين الاقتصاد بشكل عام ، وذلك من خلال الوصول إلى أهداف التالية(1) :

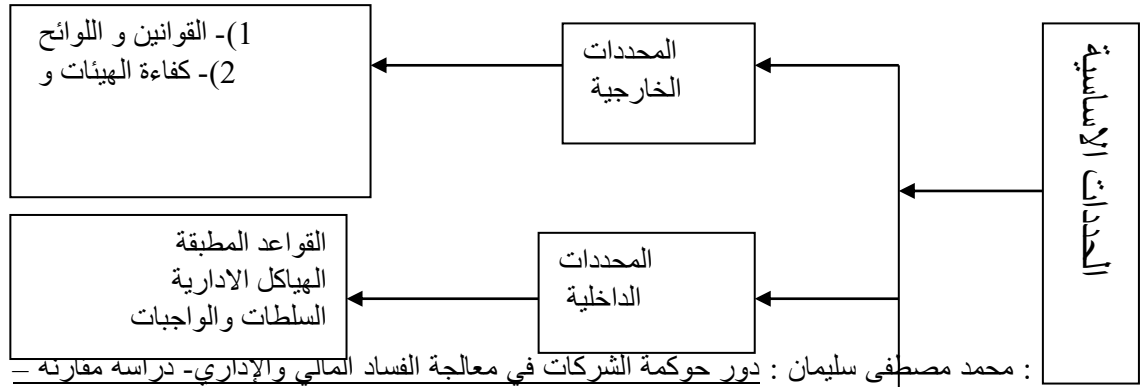
- 1- تدعيم عنصر الثقافية في كافة عمليات الشركات وإجراءات المحاسبة ، والتدقيق المالي على النحو الذي يمكن من خلاله الحد من ظاهرة الفساد المالي والإدارة .
- 2 - تجنب حدوث الأزمات المالية نظرا لتأثيرها على الاقتصاد الوطني .
- 3- تقوية ثقة الجمهور في نجاح عملية الخصخصة ، مع ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها مما ينتج فرض للعمل وتحسين معدلات النمو الإقتصادي بالدولة .
- 4- الرقابة و المتابعة على الأداء التشغيلي و الإستراتيجي بالشركة .
- 5- تحسين كفاءة وفعالية الشركات و ضمان استثمارها و نمو الاعمال.
- 6- إيجاد الهيكل المناسب الذي تتحد من خلال أهداف الشركة ، ووسائل تحقيق تلك الاهداف
- 7- المراجعة و التعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات
- 8- تمكين الشركات من الحصول على التمويل المرغوب من جانب عدد اكبر من المستثمرين المحليين و الأجانب ، وذلك من خلال بناء و رفع درجة الثقة في الشركات .
- 9- انشاء وتوليد الثقة بين أصحاب المصالح و الإدارة وبما يؤدي الى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن .
- 10- رفع مستوى التعاون التجاري بين الشركات على المستوى المحلي والإقليمي و الدولي.
- 11- إمكانية مشاركة المساهمين و الموظفين و الدائنين و المقرضين ، وقائمين بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات .
- 12- تجنب حدوث الممارسات المالية والإدارية الخ الخاطئة وتدعيم استقرار الشركات ودعم أسواق المال المحلية والدولية .

(1): محمد مصطفي سليمان ، مرجع سابق ، ص 15 .

### المطلب : المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات:

لكي تتمكن الشركات بل والدول من الإستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات والعوامل الأساسية التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات ويوضح الشكل التالي هذه المحددات .

شكل رقم (02) : يوضح المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات ..



الدار

محمد مصطفى سليمان : دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري- دراسته مقارنة -  
الجامعية ، الاسكندرية ، 2009 ص ص 15 ، 16 .

#### أ- المحددات الخارجية :

وهذه المحددات تمثل البيئة او المناخ الذي تعمل من خلاله الشركات والتي قد تختلف من دولة الى اخرى وهي عبارة عن (1) :

أ-1- القوانين واللوائح: التي أي تنظم العمل بالأسواق مثل : قوانين الشركات وقوانين سوق المال ، الإفلاس وأيضا القوانين التي تنظم المنافسة والتي تعمل على منع الإحتكار .

أ-2- وجود نظام مالي جيد : بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية .

أ-3 - كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل : هيئات لسوق المال والبورصات وذلك عن طريق أحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسامت البيانات والمعلومات التي تثرها وأيضا ومع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات .

أ-4- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي ، السلوكية والمهنية والأخلاقية والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة .

(1):ابراهيم سيد احمد : حوكمة الشركات وغسيل الاموال ، ا الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2010، ص ص 62 ، 63 .

#### ب- المحددات الداخلية:

وهي تتمثل على القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركات والتي تتضمن وضع هيكل إدارية سليمة توضع كيفية إتخاذ القرارات داخل الشركات وتوزيع مناصب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات مثل مجلس الإدارة والمساهمين أصحاب المصالح وذلك بالشكل الذي لا يؤدي إلى وجود تعارض في المصالح بين هؤلاء الأطراف بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل .

ويجب أن نلاحظ أن هذه المحددات سواء كانت داخلية أو خارجية هي بدورها تتأثر بمجموعة أخرى من العوامل المرتبطة بثقافة الدولة والنظام السياسي والإقتصادي بها ومستوى التعليم والوعي لدى الأفراد فالحكومة الشركات ماهي الأجزاء من محيط اقتصادي ، أكثر ضخامة تعمل في نطاقه الشركات .

#### المطلب الثالث : أهمية حوكمة الشركات :

حضت حوكمة الشركات باهتمام كبير في الأونة الأخيرة وهذا الإهتمام راجع إلى حالات الفشل الإداري والمالي التي بها العديد من الشركات الكبرى في الدول ولقد أثبتت الدراسات حول أسباب التي أدت إلى هذا الفشل ان انعدام أسلوب حوكمة الشركات يمكن القائمين على الشركة من تفصيل المصلحة الشخصية على مصلحة الآخرين ولذلك نبرز أهمية تطبيق حوكمة الشركات فيما يلي (1) :

- تطبيق قواعد الحوكمة السليمة يؤدي إلى تحسين أداء السهم وتعمم والمربحة ويولد الثقة لدى المستثمر وحملة الأسهم ويؤدي إلى زيادة قدرة المنظمات من المنافسة في الأجل الطويل ، نظرا لما تتمتع به هذه الشركات جميع عمليات الشركة بما يدعم ثقة المستثمرين .

- وفي هذا الصدد اشار احد الباحثين ان فقدان المستثمر في ماليزيا للثقة يرجع إلى ضعف معايير حوكمة الشركات واعتبار الشفافية كإحدى السياسات العامة في العديد من الدراسات المالية تؤكد وجود ارتباط وثيق بين أداء الاسهم من حيث اتجاهات الاسعار ، ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المبادئ والمعايير المتعلقة بمفهوم الحوكمة في الاسواق الناقشة .

- تعظيم ثروة الملاك وتدعيم تنافسية الشركات في اسواق المال العالمية وخاصة في ظل استحداث ادوات واليات مالية جديدة وحدث اندماجات .
- تطبيق قواعد حوكمة الشركات يعطي الشركة قدرة اكبر في الحصول على التمويل اللازم ويخفض تكاليف رأسمال ، ويحقق اداء افضل ومعاملة مرضية للفئات المختلفة من اصحاب المصالح .
- تجنب الإنزلاق في المشاكل مالية محاسبية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالإقتصاد ومنع حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق إستقرار أسواق المال والتنمية والإستقرار الاقتصادي .

(1): بهاء الدين سمير علام : أثر الاليات الداخلية على الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية – دراسة تطبيقية- ، كلية التجارة ، القاهرة 2009 ص 8،9 عن الموقع : [WWW.EIODQA-EID.ORG](http://WWW.EIODQA-EID.ORG) ، تاريخ : 2011/04/26 ، على الساعة 18:00 .

توفير الحماية لأصحاب المصالح والمحافظة على حقوق حملة الأسهم وخاصة الأقلية من حملة الأسهم .

-أما بالنسبة لأهمية الحوكمة اتجاه أسواق المال تمكن في أن تبني معايير جيدة لحكومة الشركات تمتد فوائده الى أسواق رأسمال ، إذا أن تطبيق تلك المعايير سوف يعزز من كفاءة الأسواق ويقدم المعلومات الملائمة للمستثمرين لمعرفة المزيد عن الشركات وعن ادائها ويدركون في ذات الوقت مستوى تنفيذ استراتيجيات الشركات وطرق تحديد المخاطر و كذلك السيل الكفيلة بإرادتها ومن ذلك نستطيع اسواق المال ان تخصص أموال أولئك المستثمرين إلى الشركات الواعدة واليت يتم إدراتها بشكل افضل .

-وأما فيما يتعلق بأهميتها للإقتصاد ككل فإن هناك ارتباط وثيق ونظام حكومة الشركات ونظام الإقتصاد في أي بلد فالمشاكل الناجمة عن ضعف حكومة الشركات لا تؤدي فقط إلى فشل الإستثمارات وإنما تمتد إلى ضعف المسؤوليات الثقة العامة من الأعمال كلها ، لأن المسألة لا تعد مجرد انهيار سمعة الأقلية من الشركات أو فقدان الإحترام لبعض مدرائها بل أن المسألة تشير الى فقدان مصداقية النظام الاقتصادي كله وعليه يجب تحسين حكومة الشركات لأنها تعد كسبا للشركة من خلال تحسين الاداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأسمال ويعد كسبا كذلك لحملة الاسهم من خلال تعظيم القيمة وفي المدى الطويل وأخيرا تعد كسبا للاقتصاد الوطني من خلال النشاط المستقر و المستمر والأكثر كفاءة للشركات التي تعمل في ظله .

### المطلب الاول : ركائز حوكمة الشركات :

#### 1- اخلاقيات الأعمال:

لقد اصاب العالم الفزع من حالات الإنهيار التي أصيب بها بعض الشركات والتي ادت إلى اتساع نطاق عام الثقة في الشركات وفي كل ما تصدره من بيانات سواء كانت مالية أو على شكل قوائم مالية ، وكذلك عدم الوثوق في قدرة المحللين الماليين على الحكم على الشركات أو تصنيفها وبالتالي تحديد نوع وشكل التعامل الواجب معها وفي هذه الوضعية أصبح للحكومة شأن كبير وضرورة ملزمة وصار الوعي بقيمها والتزام بأحكامها ومبادئها عامل بالغ الاهمية للشركات والمشروعات لكن بعض الاطراف الفاعلة في المؤسسات تستعمل على الالتزام بتطبيق الحكومة اضافة الى استخدام الخداع والتزييف بل اتساع مناخ عام من للمسؤولية والفوضى العشوائية وكل هذه الأمور متنافية مع أخلاقيات والأعمال لذا اصبحت المبادئ الاخلاقية في قلب الاحكام الخاصة لحكومة الشركات(1) .

\*تعريف أخلاقيات الاعمال: هي عبارة عن مجموعة من المبادئ او الأساليب التي يجب ان تغطي تصرف الشركات لسواء على المستوى الفردي او الجماعي وإذا افترضنا ان هناك الكثير من الطرق التي ينبغي ألا تسلكها الشركة فان اخلاقيات الأعمال لهذا المعنى الثاني تشير الى الطريقة التي يجب ان يتصرف على أساسها الأفراد

وتستمر ضمان السلوك الاخلاقي من خلال(2):

-الإلتزام بالأخلاقيات الحميدة .

(1) : وليام هوشيار ، ترجمة عن: عبد الحكم أحمد الخزامي:إخلاقيات منظمات ،أعمال دار الفكر للنشر والتوزيع، القاهرة ، 2005 ، ص 7 .

(2) : طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 47 .

- الإلتزام بقواعد السلوك المهني الرشيد .

- التوازن في تحقيق مصارف الاطراف المرتبطة بالمنشأة .

- الشفافية عند تقديم المعلومات .

- القيام بالمسؤولية الاجتماعية والحفاظ على بيئة نظيفة اخلاقيات الاعمال ضمن مبادئ حوكمة الشركات ولأبدان المرتبة البالغة الاهمية التي تحتلها اخلاقيات الاعمال كركيزة من ركائز الحوكمة يتم ذلك من خلال أهميتها ضمن مبادئ الحوكمة فيما يلي (1):

- أخلاقيات الأعمال ضمن مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لغة كانت مبادئ منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي لحكومة الشركات لسنة 2004 هي بمثابة المرجع الأساسي للدول والحكومات عند صياغتها للمدونات الوطنية لحوكمة الشركات فيما يتعلق بالأخلاقيات الأعمال فإن هذه المبادئ تركز على الدور الذي تقوم به مجالس إدارة المؤسسات بإرساء وترسيخ قواعد أخلاقية سليمة خاصة فيما يتعلق بعناصر المخاطر وأجور المسيرين بالإضافة إلى اتفاقية مكافحة الرشوة التي قامت بها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية سنة 1977 التي تهتم وتهدف إلى محاربة الرشوة التي تمنح للموظفين متصرف الشركات متعددة الجنسيات من أجل الحصول على صفقات تجارية دولية حيث تم معاقبة حوالي 60 موظف تحصلوا على الرشاوي من الشركات طبعا بعد التأكد من انهم تعاطوا الرشاوي .

- أخلاقيات الأعمال ضمن مبادئ إتفاقية لجنة بازل نتيجة للأزمات المالية التي حصلت وتعرضت العديد من البنوك والشركات للإنهيارات لإضافة إلى التحولات الاقتصادية الراهنة قامة لجنة بازل لتعزيز الحوكمة في البنوك عام 1999 ثم إصدار نسختين معدلتين لسنة 2005 وفيفري 2006 وفيما يتعلق بالأخلاقيات الأعمال تركز إتفاقية بازل على تصرفات المسيرين حتى يتحلوا بأخلاق الادارة وفي هذا المجال فهي تنص على ثلاث أمور .

- ضرورة وجود توافق بين سياسات الأجور والقيم الأخلاقية المؤسسة المصرفية وكذلك مع إستراتيجيات هذه الشركة .

- تحذر الإتفاقية المسيرين من اللجوء إلى القيام بعمليات المضاربة في الأسواق المالية بغية الحصول على عوائد مالية في المدى القصير دون مراعاة عنصر المخاطرة تفرض الإتفاقية على مجالس الإدارة للبنوك الموافقة على أجور المسيرين إلا إذا كانت متوافقة مع الأهداف الإستراتيجية للبنك وعليه وحتى يتمكن من تفادي المبالغة في إتخاذ المخاطر ، كما تطالب الإتفاقية عدم خروج سياسة الأجور عن السياسة العامة للشركة بحيث لا يملك أعطاء الإهتمام الكافي للأداء المحقق على المدى القصير .

(1): مرجع سابق ، ص 47 .

- الرقابة والمساءلة: تعني تفعيل أدوار أصحاب المصلحة في نجاح المنشأة

- أطراف رقابية عامة مثل : هيكل سوق المال مصلحة الشركات ، البورصة البنك المركزي في حالة البنوك .  
- أطراف رقابية مباشرة : المساهمون ، مجلس الادارة لجنة المراجعة المراجعون الداخليين ، المراجعون الخارجيين .

- أطراف أخرى : الموردون العملاء المستهلكون ، المودعون المعرضون ويتم توضيح لجنة المراجعة والمراجعون الداخليون والخارجيون

- لجنة المراجعة تلعب دورا هاما في حوكمة الشركات وهي لجنة دائمة منبثقة من مجلس إدارة وتتكون على الأقل من 03 أعضاء غير تنفيذيين و تجتمع معظم لجان المراجعة كل ربع سنة وهي (1) :

عادة ما تكون موجودة في كل الشركات وأما فيها يتعلق بها فان النظرة الجديدة للجنة لها معالم متميزة ولكن لها شكل خاص يناسب كل شركة على حدى .

- المراجعة الداخلية المراجعة الخارجية الإدارة المالية ، إدارة المخاطر ، القوائم المالية ونظام الرقابة الداخلية .

-المراجعون الداخليون : أن المراجعة الداخلية تغير عن التقييم الحيادي للعمليات ونظام الرقابة الداخلية لتجريد ما - إذا كانت سياسات الإدارة وإجراءاتها المقررة يتم الإلتزام بها أم لا وأيضا ما اذا كانت الموارد قد استخدمت بكفاءة .

- لتحقيق أهداف الشركة وتتعامل المواجهة الداخلية مع المجالات ذات الأهمية الإدارية خاصة دقة التقارير المالية والإلتزام بالسياسات وأهم أهدافها تمديد المعلومات المالية وتتميز بالمصدقية تحديد النظم الرقابية الإدارية والمحاسبة يتم تطبيقها أم لا الأصول يتم حمايتها وإستخدامها بكفاءة أم لا .
- ويجب أن يسهم نشاط المراجع الداخلي في الحوكمة بتقييم وتحسين العمليات من خلال وضع وتبليغ القيم والأهداف ، رصد تحقيق الأهداف ضمان القيام بالمسؤوليات والحفاظ على القيم .
- وتقوم المراجعة الداخلية بالعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة ولجنة المخاطر أن وجدت من أجل إدارة المخاطر - وفعالية الرقابة الداخلية كل ومن المحتمل ان تكون المراجعة الداخلية هي الوظيفة الوحيدة داخل المنظمة التي تكون لها فهم عميق بالمخاطر والرقابة .
- المراجعون الخارجيون: ليسعى المراجع الخارجي إلى إختيار العمليات الأساسية التي تشكل أساس القوائم المالية وتكوين أي محايد عن مدى عدالة القوائم المالية ويمكن الإعتماد على تلك النظم التي تتح القوائم المالية .

(1) : أمين السيد أحمد لطفي ، مرجع سابق ، ص 57 .

- ادارة المخاطر : تعتبر الحوكمة عملية إدارة المخاطر من بين الركائز الأساسية التي تعتمد عليها ويتم توضيحها كما يلي (1) :

- إن إدارة المخاطر عملية ديناميكية يتم بها إتخاذ كافة الخطوات المناسبة للتعرف على المخاطر المؤثرة على أهداف الشركة والتعامل معها كما إن عملية إدارة المخاطر تتضمن وضع والإحتفاظ بإجراءات رقابة داخلية لمنع أحداث ضارة محتملة الوقوع او التخفيف من اثارها الضارة وبما أن إدارة المخاطر من ركائز الحوكمة فلا بد من :

- وضع نظام الإدارة المخاطر .
- الإفصاح توصيل المخاطر الى المستخدمين وأصحاب المصلحة .

(3): عبد الرحمان العايب ،مداخلة بعنوان : اشكالية حوكمة الشركات واحترام اخلاقيات الاعمال في ظل الازمة الاقتصادية الراهنة ، ملتقى وطني حول : الحوكمة وأخلاقيات اعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة ، يومي 19 و 18-11-2009 ص 16.

**المبحث الثالث : حوكمة الشركات ومعاييرها وجهود المنظمات الدولية في وضع قواعدها :**



لقد جاءت الحوكمة بالعديد من المعايير والآليات الهامة لضبط العلاقات والمسؤوليات داخل الشركة وقد سعت مختلفة لمؤسسات الدولية من أجل نشر تلك القواعد والترويج لها خاصة في الدول النامية التي كانت دائما محطة الانظار بالنسبة لتلك الهيئات الدولية ومن جهة أخرى يبقى السؤال مطروح ما اذا كانت تلك الدول حقا تطبق ما تروج له .

**المطلب الأول: معايير حوكمة الشركات :** نظر اللاهتام المتزايد بالحوكمة فقد حرصت العددي من المؤسسات على دراسة هذا المفهوم وتحليله ووضع معايير محددة لتطبيقه ، وذلك على النحو التالي(1):

1 - **معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية :** يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الإقتصادي في عام 1999 علما بأنها قد أصدرت تعديلا لها في عام 2004 ، وتتمثل في :

- ضمان وجود أساس الإطار فعال لحوكمة الشركات : يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز الشفافية في الاسواق وكفاءتها ، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون وأن يصيح بوضوح تقسيم المسؤوليات فيها بين السلطات الاشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة .

2- **حفظ حقوق جميع المساهمين :** وتعني المساواة بين جميع حملة الأسهم داخل كل فئة وحققهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية وكذلك حمايتهم من أي استحواذ او دمج مشكلة فيها او من الاتجار في المعلومات الداخلية وكذلك حقهم من في الاطلاع على كافة المعلومات مع اعضاء مجلس الإدارة او المديرين التنفيذيين .

- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة في الشركة: وتشمل إحترام حقوقهم القانونية والتعويض عن أي إنتهاك تلك الحقوق وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة وحصولهم على المعلومات المطلوبة ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعمالين وحملة السندات والموردين والعملاء .

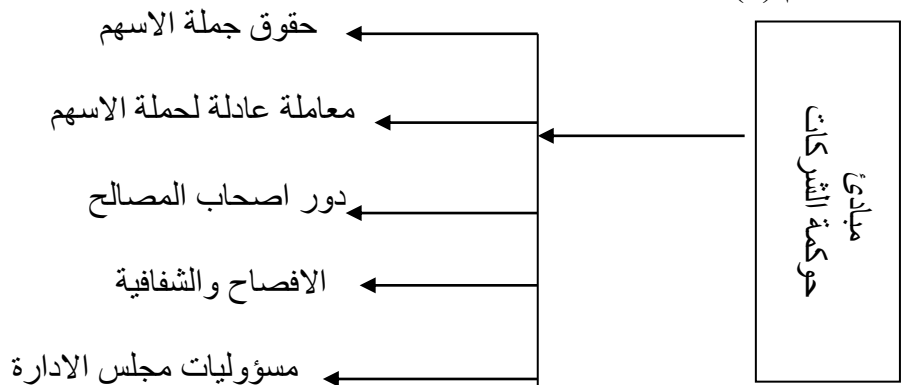
- الإفصاح والشفافية : ويتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ، دور مراقبة الحسابات والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الاسهم والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير .

- **مسؤوليات مجلس الإدارة :** وتشمل هيكل مجلس الإدارة واجباته القانونية وكيفية اختيار اعضاءه ومهامه الأساسية دوره في على الإدارة التنفيذية .

والشكل التالي يوضح مبادئ المنظمة التعاون والتنمية الإقتصادية .

(1): كمال بوعظم ، زايدي عبد السلام، مداخلة بعنوان : حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات، ملتقى وطني حول : الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 18 و 19 / 11 / 2009 ص 5.

شكل رقم (3) مبادئ منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية .



**المصدر :** نزمين أبو العطا: حوكمة الشركات – سبل التقدم، 2009 ، من موقع [www.cipe.arabai.org](http://www.cipe.arabai.org) بتاريخ : 2011/04/25 ، على الساعة : 15:00 .

**ثانيا :** معايير لجنة بازل لرقابة المصرفية العالمية : لقد تأسست لجنة بازل للرقابة المصرفية مع نهاية 1974 تحت إشراف بنك التسويات الدولية بمدينة بازل السويسرية تكونت من مجموعة الدول الصناعية العشرة الكبرى وتهدف عموما إلى المساعدة في تقوية إستقرار النظام المصرفي الدولي وكذلك تحسين الأساليب الفنية لرقابة

على أعمال البنوك وقد تم تعديل إتفاقية بازل الأولى وظهور إتفاقية لجنة بازل الثانية التي صدرت عام 2004 والتي تعد حصيلة مقترحات لجنة بازل التي وافق عليها مجلس محافظين البنوك المركزية ورؤوسا الهيئات الرقابية المصرفية في الدول العشرة .  
وقد وضعت لجنة بازل في العام 1999 ارشادات خاصة بالحوكمة في المؤسسات المصرفية والمالية وهي تركز على النقاط التالية (1):

- قيم الشركات موثيق الشرف للتصرفات السليمة وغيرها من المعايير للتصرفات الجيدة والنظم التي يتحقق
- باستخدامها تطبيق هذه المعايير نجاحها الكلي ومساهمة الأفراد في ذلك .التوزيع السليم للمسؤوليات ومراكز منظما تسلسلا وظيفيا للموافقات المطلوبة من الافراد للمجلس .
- وضع آلية للتعاون الفعال بين مجلس الإدارة ، ومرفقي الحسابات والإدارة العليا .
- توافر نظام ضبط داخلي قوي يتضمن مهام الداخلي والخارجي وإدارة مستقلة للمخاطر عن خطوط العمل مع مراعاة تناسب السلطات مع المسؤوليات .

(1): مرجع سابق ، ص 6 .

- مراقبة خاصة لمراكز المخاطر في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح بما في ذلك علاقات العمل مع المقترضين المرتبطين بالمصرف وكبار المساهمين والإدارة العليا او متخذي القرارات الرئيسية في المؤسسة .
- الحوافز المالية والإدارة للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة وايضا بالنسبة للمديرين او الموظفين سواء كانت في شكل تعويضات أو ترقيات او عناصر اخرى .

- تدفق المعلومات بشكل مناسب داخليا او إلى الخارج

**ثالثا : معايير مؤسسة التمويل الدولية :** وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة البنك الدولي في عام 2003 قواعد ومعايير عامة تراها أساسية لدعم الحكومة في المؤسسات على تنوعها سواء كانت مالية او غير مالية وذلك على مستويات أربعة كالآتي:

- الممارسات المقبولة للحكم الجيد خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد .
- اسهامات أساسية لتحسين الحكم الجيد محليا القيادة .

### المطلب الثاني آليات حوكمة الشركات:

**اولا :** تعريف آليات حوكمة الشركات : هي الطرق والأساليب التي تستخدم للتعاقد مع المشاكل التي تنشأ بين الإدارة وحملة الأسهم عموما وبين الأقلية من حملة الأسهم وبين الأغلبية المسيطرة مئة حملة الأسهم أو هي مجموعة الطرق والأساليب التي تطبق على مستوى الشركة لحل مشاكل حوكمة الشركات ويتوقف استخدام هذه الطرق والأساليب على نظام الحوكمة المطبق في البلد .

هناك العديد من الأهداف الآليات الحوكمة منها التأكد من عدم انتهاك حقوق الأقلية من حملة الأسهم مراقبة أداء المديرين واستبدالهم في حالة عدم أدائهم بشكل جيد .

- أنواع آليات حوكمة الشركات : ولقد تم تقسيم آليات الحوكمة إلى آليتين أساسيتين هما : (1)

\*الآليات الداخلية : وهي التي تنبثق مباشرة من الشركة وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والتي يؤدي توفرها من جهة وتطبيقها من جهة اخرى الى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف وتحتوي الآليات الداخلية على :

- مجلس الإدارة : يمثل مجلس الإدارة المصالح الأساسية للمساهمين وبعض الأطراف الأخرى أحيانا ويقوم بإختيار الإدارة وتقديم التوجيهات العامة للمديرين ويشرف على أداء الإدارة .

لمجلس الإدارة مجموعة من الأدوار والمسؤوليات التي تقوم بها مع أصحاب المصالح ويمكن تقييم هذه الأدوار إلى :

(1): ملاوي لخضر عبد الرزاق ، علية محمد ، مداخلة بعنوان: الحوكمة كمدخل للرقابة والمساءلة في البنوك التجارية ملتقى وطني حول : إصلاح النظام المصرفي في الجزائر في ظل التطورات العالمية ، كلية علوم الإقتصادية و علوم التسير، ورقلة 2009/10/3 و4 ، ص4.

- الدور الرقابي : ويتعلق بإختيار أعضاء الإدارة التنفيذية ورقابة وتقييم أداء الإدارة التنفيذية ومكافئتها اختيار وتعيين ومراقبة أداء العضو المنتدب القيام بأعمال الرقابة الداخلية حماية حقوق ومصالح حملة الاسهم .  
-الدور الاستراتيجي : ويتعلق بعملية وضع رؤية ورسالة المنظمة اختيار ومتابعة تنفيذ الاستراتيجيات الملائمة للشركة .

- دور توفير الموارد يتعلق: هذا الدور بعملية توفير الموارد اللازمة للشركة من البيئة الخارجية وربط وتحقيق الإتصال بالأطراف المختلفة من أصحاب المصالح .

الأدوار المساعدة : وهي تلك الأدوار الخاصة بعمليات ربط الشركة بالبيئة الخارجية وتمثيل مصالح حملة الأسهم في المجتمع .

- أن مجلس الإدارة يعتبر الية جديدة لحومة الشركات لأنه في الواقع الية يوجه إليها عدة انتقادات للأسباب التالية (I):

قد يكون أعضاء مجلس الإدارة من العاملين بإدارة الشركة التي من المعترفة أن يقوم المجلس بمراقبة وتقسيم أدائهم :

\* قد يكون العضو المنتدب هو نفسه رئيس مجلس الإدارة.

\* سيطرة ببعض الأعضاء على عمليات اتخاذ القرارات بالشركة .

\* عدم الإفصاح وتعهد حجب المعلومات عن بعض أعضاء مجلس الإدارة .

\* هيكل الملكية يقصد بهيكل الملكية تحديد أهم أصحاب المال المملوك وقيمة ونسبة أنصبتهم في الشركة كما \* أن هيكل الشركة يعتبر أحد الآليات لهامة في حوكمة الشركات وأن الفصل بين الملكية والرقابة في حوكمة الشركات يعتبر بشيء نادر الحدوث فعليا المتحكمون في الشركة يكون لهم حصة من الملكية وبعضهم قد يكون له الملكية بالكامل وتوجد مواقف مختلفة للفئات المسيطرة على ملكية الشركات وكيفية تأثيرهم على إدارة هذه الشركة سيطرة المديرين على ملكية الشركة أن عملية التدخل بين الملكية والتحكم يؤدي إلى تقليل التعارض في المصالح مما يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للشركات ولكن في الواقع العملي فإن المواقف يختلف تماما فللكية المديرين لجزء من أسهم الشركة قد يؤدي إلى تحقيق نوع من التوافق بين مصالح المديرين والملاك مما ينعكس بشكل إيجابي على أداء الشركة ويؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك ولكن في حالة عدم التوافق فإن ملكية المديرين تمنحهم قدر أكبر من الحرية لتحقيق أهدافهم دون أدنى مراعاة لمصالح الملاك الملكية بواسطة مجموعة الملاك المسيطرين في حالة الملكية بواسطة مجموعة الملاك المسيطرين فإن هؤلاء الملاك قد يقوموا بالتأثير على الإدارة بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك ككل ولكن اذا قامت

(1): مرجع سابق ، ص 7 .

هذه المجموعة بإستغلال موارد المنظمة لمصلحتهم سوف ينعكس ذلك بشكل سلبي على قيمة المنظمة لكل الملاك لسواء كانوا اقلية أو اغلبية والمعيار الأساسي هنا هو مفاضلة مجموعة الملاك المسيطرين بين العائد المتوقع من إستخدام قوتهم لمصلحة جميع الملاك وبين العائد المتوقع من إستغلال موارد الشركة لمصلحتهم الخاصة .

الملكية بواسطة الأفراد من المستثمرين يمكن لحملة الأسهم (ملاك الشركة) التأثير على قرارات الإدارة من خلال الجمعية وفي حالة ما إذا كانت الملكية موزعة بشكل كبير بمعنى وجود تشتت في الملكية بحيث يصبح نصيب المالك ضئيل جدا بالنسبة لحجم الشركة مع عدم دراية هؤلاء بحقوقهم وكيفية حماية هذه الحقوق وبالتالي فإن إمكانيات وحوافز الإقلية من حملة الأسهم تكون ضئيلة جدا لمراقبة قرارات الإدارة إضافة إلى صعوبة التنسيق بين هؤلاء المساهمين المشتتين لرقابة على هذه السلوكيات والقرارات.

\* الآليات الخارجية: هي الآليات ذات طبيعة خارجية لان المراقبة تتخذ عن طريق مجموعة من الاشخاص او المؤسسات ذات صفة خارجية عن الشركة وتشمل على :

- السوق كأحد آليات الرقابة على الشركات : في حالة فشل الآليات الداخلية لحوكمة الشركات بمعنى وجود فجوة بين قيمة الفعلية للشركة والقيمة المتوقعة من قبل الملاك يكون هناك الأطراف الخارجية للاستحواذ على هذه الشركات ان موقف تدخل الاطراف الخارجية للتحكم في الشركة سلاح ذو حدين قد يكون حافزا جدية للشركة مما يؤدي إلى إنخفاض الفجوة بين القيمة المتوقعة والقيمة الفعلية للشركة بشكل لا يحفز الأطراف الخارجية لمحاولة السيطرة على الشركة وقد يكون سبب تخوف المديرين على مراكزهم ما يدفعهم إلى إهدار موارد

الشركة في محاولات الإستحواذ على الشركة أخرى عن طريق المبالغة في قيمة الإستحواذ على هذه الشركات بدلا من دفع العائد إلى جملة الاسهم .

- أن النظام القانوني : أن النظم القانونية والتشريعات المطبقة لحماية حقوق المستثمرين تعتبر آلية جديدة لحوكمة الشركات وذلك من خلال وضع مجموعة من القواعد والضوابط التي تهده الى حماية أموال المستثمرين سواء كانوا مساهمين أو دائيين من إستغلال الإدارة لهذه الأموال واستغلال كبار المساهمين الأموال الأقلية من حملة الأسهم كما أنها آلية فعالة لحل المشاكل التي يمكن تنشأ بين الإدارة وحملة الأسهم وأن وجود نظام قانونية توفر الحماية القانونية للمستثمرين تؤثر بشكل أساسي على أداء الشركات كما أنها تزيد من قدرة الشركات في الحصول على التمويل اللازم وتؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل (1)

(1): مهدي شرقي ، بوحض رواني ، مداخلته بعنوان : نظام حوكمة الشركات - وسيلة لانشاء القيمة وتحسين نجاعة الاداء في المؤسسات الاقتصادية لتحقيق التميز المستديم - ملتقى وطني حول : مؤسسات الاقتصادية الجزائرية والتميز ، كلية العلوم وعلوم التسيير ، جامعة 08 ماي 45 قالمه ، يومي 26 و 27 2007/11/ ، ص 73.

### المطلب الثاني : جهود المنظمات الدولية في وضع قواعد حوكمة الشركات :

هناك ثلاث منظمات دولية بذلت جهود ملموسة في وضع قواعد حوكمة ادارة الشركات وتتمثل في (1) :

\*البنك الدولي : على الرغم من أن البنك الدولي يشجع دائما الدول النامية على تبني افضل الممارسات الدولية والقيام بالإصلاحات القانونية والتشريعية إلا ان لا يعمل في مجال وضع المبادئ او تحديد القواعد ذلك انه يعطي الدعم المناسب على المستوى المحلي والإقليمي والعالمي .

وعلى المستوى المحلي دعم البنك الدولي مجموعة من التقويمات التي تقوم بها الدولة بنفسها ولنفسها والتي تحدد على اساسها مواطن القوة والضعف فيها يختص بحوكمة الشركات مما يساعد تلك الدول على ترتيب أولوياتها .

وعلى المستوى الاقليمي اشترك البنك الدولي مع بعض الوكالات الدولية الأخرى في رعاية مجموعة من حلقات النقاش التي تخاطب المسؤولين الحوكمين والمنظمين الشركات المحلية الاجنبية مستثمرين و وكالات لتصنيف المساعدة على الوصول رأي يتفق عليه بالإجماع بخصوص الإصلاح .

وأما على المستوى العالمي فقد عمل البنك الدولي مع منظمة التعاون الإقتصادي للتنمية لتوسيع قواعد إدارة الشركات خارج تنطابق دول المنظمة وقد وقع البنك الدولي ومنظمة التعاون الإقتصادي وقد وقعا مذكرة تفاهم في 21 من يونيو 1999 وذلك برعاية المنتدى الدولي لقواعد حوكمة الشركات وكان الهدف الرئيسي للمنتدى هو مساعدة الدول ذات الدخول المنخفضة والمتوسطة على تحسين المعايير التي تستخدمها لإدارة الشركات يتبنى روح المغامرة في مجال الأعمال و المساواة وتشجيع العدل والشفافية وتحمل المسؤولية وقد توصل البنك الدولي بعد مشاورات مع المنظمات الأخرى إلى وضع نموذج التقويم نظم الحوكمة وإدارة الشركات في الدول النامية وقد صمم هذا النموذج بحيث يتيح فرصة نظام نقاط القوة والضعف في مختلف الأسواق وأكد البنك الدولي على أهمية أن تتضمن قواعد وأسس إدارة الشركات الإعسار وحقوق الدائنين بجانب الشفافية الأسعار وحقوق الدائنين في محاولة التحسين النظام المالي العالمي بعد أزمة جنوب شرق آسيا قد البنك الدولي مبادرة لتحديد الخطوط الارشادية للوصول لنظم فعالة الأسعار ودعم الحقوق الخاصة بالعلاقة بين الدائنين والمدنين في الأسواق الناشئة بالشفافية في النظم المحاسبية والمراجعة من أجل الحصول على تقارير مالية للشركة تكون شفافة وتقدم في وقتها ، ويعتمد عليها وكجزء من التقارير الخاصة بمبادرة الإلتزام بالمعايير والقواعد يقوم البنك الدولي بمراجعة مدى الإلتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة في عدد من الدول .

\*صندوق النقد الدولي : ساهم صندوق النقد الدولي مع مبادرة البنك الدولي للإلتزام بالمعايير والقواعد وتتجلى مساهمة صندوق النقد الدولي في مجال تطبيق حوكمة الشركات من خلال مايلي :

عن موقع :

(1): بشرى نجم، عبد الله المشهداني : أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي والمحاسبي ، بغداد ، 2009 ، ص 04 .  
http://nezaha.org بتاريخ : 2011/04/28 على الساعة 16:00.

- قانون السياسات المالية : يشجع صندوق النقد الدولي الدول الأعضاء على تطبيق المدونة القانونية الممارسات والخاصة بالشفافية المالية وهذه المدونة القانونية تؤكد على مسؤوليات الحوكمة التي يجب أن تكون واضحة كما يجب توفي المعلومات الخاصة بالأنشطة الحكومية للمواطنين ويجب عند القيام بإعداد الميزانية وتنفيذها وتقويم تقارير عنها أن يتم ذلك بطريقة واضحة وعليه أن يتضمن هذا القانون على أربع موضوعات هامة هي (1) :

- وضوح الأدوار والمسؤوليات .
- توافر المعلومات للجماهير .
- إعداد الميزانية وتنفيذ وتقديم التقارير عنها بطريقة واضحة .
- تأكيد النزاهة .

\*منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية: تهدف أسس منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية إلى مساعدة الحكومات الأعضاء وغير الأعضاء في الشركة لتقويم وتحسين الإطار القانوني والمؤسسي والتشريعي لإدارة الشركات فيها وهي تقدم أيضا المنشورة والاقتراحات للبورصة وللمستثمرين وشركات الأطراف والأخرى في عملية قواعد جديدة لإدارة الشركات بهذا فان مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية تعبر نقضة بداية جديدة لإختيار إطار عمل سليم في الدول الناشئة وهذه المبادئ تتركز بشكل أساسي على الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة إلا انها تعتبر مفيدة أيضا للشركات غير المفيدة في البورصة تعطى أهداف منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية خمسة جوانب رئيسية هي :

- 1- حقوق المساهمين تؤكد القواعد الموضوعية على أن المساهمين يتمتعون بحق الملكية والحق في الكشف الكامل عن المعلومات وحق التصويت والمشاركة في القرارات الخاصة بالشركة .
- 2- المعاملة المتساوية لجميع المساهمين : يجب معاملة جميع المساهمين من ذات الفئة معاملة واحدة ومتساوية بما في ذلك المساهمين الاجانب .
- 3- دور أصحاب المصالح في إدارة الشركات بالإضافة إلى الاعتراف بحقوق المساهمين فقد اعترفت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية بحقوق اصحاب المصالح والعاملين في الشركات يمثلون عادة اطراف عينية هامة تحيد كيفية عمل الشركات وكيفية اتخاذها لقراراتها ولهذا يجب أن تضمن في إطار قواعد الشركات حماية حقوقهم واحترامها بالقانون .
- 4- الإفصاح بدقة وفي الوقت المناسب : تؤكد مبادئ المنظمة على أن الإفصاح الدقيق الذي يتم في الوقت المناسب يجب أن يشمل كافة المسائل المادية المتعلقة بالشركة بما في ذلك الوضع المالي والأداء والملكية وإدارة الشركة بما في ذلك مجلس الإدارة ومكافأتهم .

(1): عبد القادر خليل : الحوكمة وثنائية التحول نحو اقتصاد السوق وتقسي الفساد ، مجلة البحوث الاقتصادية العربية ، العدد 46 ، 2009 ، ص ص 101 ، 102 .

5- مسؤوليات مجلس الإدارة : تحدد الخطوة العامة المنظمة التعاون الإقتصادي والتنمية بالتفصيل وظيفة مجلس الإدارة في حماية الشركة والمساهمين وأصحاب المصلحة بها .

#### المطلب الرابع : الانتقادات الموجهة الى المنظمات الدولية حول تطبيق حوكمة الشركات :

- تركز الإنتقادات الموجهة لمنظمات الدولية حول تطبيق حوكمة الشركات على شيئين هما (1) :
- عدم التطبيق الداخلي للمنظمات المروجة للحوكمة نقصد بذلك طريقة اتخاذ القرارات في داخل البنك والصندوق الدوليين .
- قد يكون تواصل الإعلانات الدولية والفترة ممتدة لتحقيق العناصر الأساسية للحوكمة بفعل التواكل وعدم الاصطدام بواقع مر .
- الإصرار على تطبيق الحوكمة تشرط لتحقيق تنمية مستدامة وهذا يتناقض مع خصوصيات الدولة .
- عدم دقة معايير قياس جودة الحوكمة وتحيزها لمصلحة المجتمع الغربي وبالتالي انتقاء الغرض من وراء الإعتماد عليها في منح المعونات .
- إرتباط الخطي بين الحوكمة ومنح المعونات وذلك أن كل واحد هو سبب للأخر ضمن علاقة مركبة ومعقدة

- ازدواجية المعايير عند التطبيق خاصة عند تعارض الأهداف المتعلقة مع مصالح الدول المانحة والأمثلة عديدة .
- كخلاصة نشير إلى إن مفهوم الحوكمة أصبح في العقد الأخير ركنا أساسيا في إستراتيجيات الهيئات الخاصة المانحة ولم يعد هدفا يراد تحقيقه من أجل التنمية بل صار شرطا لتحقيق المعونة بحيث صرح مدير البنك الدولي بأنه رفض منح حوالي مليار دولار في سنة 2005 بسبب انتشار الفساد في هذه الدول وعدم إتباعها الحوكمة في ممارساتها.
- ورغم بعض الإنتقادات الموجهة للحوكمة فإنها تعتبر ضرورية لمكافحة الفساد وترشيد دور الدولة ضمن إقتصاد السوق لأنها تنادي بكل ما هو نبيل وتقضي على بعض مكامن الفساد ، مع الإشارة الى ضرورة تكييف المفهوم العربي لها وفق خصوصيات الدول والأمم .

(1): مرجع سابق ، ص104 .

### تمهيد :

حظي مفهوم حوكمة الشركات بإهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة و العددي من المجالات الأخرى باعتباره أحد الحلول الممكنة لمشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة وبين الملاك وتناول العديد من الباحثين هذا المفهوم محاولة دراسة أثر تطبيقه على الأداء المالي للشركات وما إذا كان يؤثر على الأداء بشكل إيجابي أم بشكل سلبي وهناك العديد من الدراسات التي تناولت الأليات التي يمكن استخدامها لإرساء هذا المفهوم وتحقيق الأهداف الموجودة من وراء تطبيقه وعلى الرغم من هذا الغموض الذي يحيط بهذه الفكرة إلا انها أصبحت مؤخرا قضية ذات ابعاد عالمية وبشكل أكثر تحديدا بعد الازمات المالية العالمية في اواخر التسعينات فقد إحتلت حوكمة الشركات قمة جدول الأعمال الدولي باعتبارها إحدى المكونات الهامة الهيكل لبينان المالي .

**الخلاصة :**

لقد مر مفهوم الحوكمة بمراحل عديدة تم من خلالها وضعت عدة تعاريف لحوكمة الشركات حيث اتفقت معظمها على إعتبارها مجموعة القواعد والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها وتميز حوكمة الشركات بعدة خصائص من بينها الشفافية الإنضباط المساءلة والعدالة.... الخ لذلك يمكن حل الأطراف المعنية بتطبيقها في كل من المساهمين مجلس الإدارة وأصحاب المصالح وعليه نجد أن الحوكمة عموما تهدف إلى حماية حقوق المساهمين وكل من له مصلحة ومن خلال أهدافها نستنتج اهميتها البالغة بالنسبة للإقتصاد ككل باعتبارها اداة قوية الجذب الإستثمارات.

ومن أجل التطبيق الأمثل المفهوم الحوكمة قامت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية بوضع مجموعة من المبادئ اهمها حقوق المساهمين الإفصاح المالي والشفافية وهذه المبادئ وحدها غير كافية لتطبيق مفهوم الحوكمة ما لم تتوفر الركائز الأساسية لها حيث يمكن حصرها في ثلاث ركائز هي : اخلاقيات الاعمال الرقابة والمساءلة وأخيرا إدارة المخاطر وللتفعيل الجيد للحوكمة يستوجب آليات داخلية واقوى خارجية كلاهما ينصب في تحقيق هدف الشركة وبالرغم من أن الحوكمة من المظاهر الإقتصادي الجيدة التي تروج لها المؤسسات الدولية إلا أن هذه الأخيرة البعيدة كل البعد في سياستها الداخلية عن مفهوم الحوكمة .

**المبحث الأول : دور الحوكمة في معالجة الفساد المالي والإداري :**

في ظل الإقتصاد الحر ومع أعمال قوانين السوق فإن الفساد يبقى ظاهرة متزايدة ويختلف تأثيرها وانعكاساتها من دولة إلى أخرى بل وربما من قطاع إلى أخرى داخل الدولة الواحدة فالفساد المالي والإداري يبقى هاجسا تسعى مختلف الدول للقضاء عليه وأسواق الأوراق المالية كغيرها لم تسلم من الممارسات أخلاقية التي تهدد استقرارها وهنا ظهرت حوكمة الشركات المالية لمواجهة مظاهر الفساد المالي الإداري .

**المطلب الأول : تعريف الفساد المالي والإداري وأسبابه :**

**اولا : تعريف الفساد المالي والإداري :** الفساد المالي والإداري يعني خروج عن القواعد ، الأخلاقية الصحيحة ، وغياب الضوابط التي يجب أن تحكم السلوك ومخالفة الشروط الموضوعية للعمل ، وبالتالي ممارسة كل ما يتعارض مع هذه وذلك أنه سؤ استعمال السلطة لتحقيق منافع خاصة أو فردية<sup>(1)</sup> .  
وهناك دلالات كثيرة للفساد نذكر منها :

- قيام الحكومة بتوزيع المنافع لبعض الأفراد والمؤسسات المعتمدة في ذلك على بعض المعايير القانونية دون ضمانه تجبر المكلف على دفع ما يتوجب عليه من رسوم .
- بعض المسؤولين الإداريين لا يقومون بواجباتهم بحجة رواتبهم المتواضعة ، وهذا ما يؤثر على تأخر العمل .
- تدفع الرشاوي من قبل الشركات لإمتلاك معلومات سرية .
- تدفع المؤسسة الرشاوي لتقليص التكلفة وزيادة الأرباح .

**ثانيا : أسباب الفساد المالي والإداري :**

ان للفساد المالي والإداري اسباب متعددة يمكن نذكر أهمها فيما يلي:

- التوسيع في المؤسسات العامة التي أصبحت تغطي جانبا أساسيا مهما من الإقتصاد القومي في الدول النامية مما يجعل من إدارة وتنظيم هذه المؤسسات مشكلة ساهمت في تعقيد الاساليب والإجراءات وقد أدى ذلك بحق الى إيجاد الأساس الموضوعي للفساد الروتيني \* أو ثم الفساد في تجاوز السلطات التقديرية ومخالفة القانون ثانيا .
- ضعف الإهتمام باختيار المديرين والموظفين وهذا في الواقع هو الأساس في الكثير من حالات الفساد الإداري ، حيث أن التأكيد على شروط الكفاءة لا يكفي في اختياره كما أن العلاقات الشخصية لا تكفي في اختيار المديرين والموظفين وكل ذلك يكون سببا قويا في خلق الفساد .

(\*): الفساد الروتيني : هو ما يتعلق بالزيادة المبالغ فيها بالإجراءات التي يكون هدفها الظاهرة حماية المصلحة العامة في حين أن هدفها الخفي هو إجبار المواطنين على تقديم المزايا والمبالغ للقائمين على تلك الإجراءات المطلوبة والبطيئة لإنجاز أعمالهم التي حق مكفول بالقانون .  
(1) : نجم عبود نجم : أخلاقيات الإدارة مسؤولية الأعمال في شركات الأعمال ، دار الجامعية للنشر ، عمان ، 2006 ، ص ص 360 - 363 .  
- الأسباب المرتبطة بالقوانين والأنشطة وهذه الأسباب بالخلل القانوني الذي ينتج فسادا كما هو الحال في التطرق كثرة القوانين والأنظمة وتشابكها وتداخلها بما يسميه البعض يتلوث القانون مما ساعد على توفير الفرصة الكاملة لاستغلالها في الفساد الإداري والمالي ولاشك أن الترشيح القانوني في هذه الحالة يمثل أسلوبا فعالا في مواجهة فساد البيروقراطية .

-ضعف برامج الإصلاح الإداري وأساليب مواجهة الفساد الإداري : ففي كثير من الدول لا تمثل العقوبات رد عا للفساد المالي والإداري ، وهذا إلى جانب عدم إعطاء قضايا الفساد الإداري والمالي أولوية في التحقيق والمعالجة من قبل أجهزة العدالة الجنائية ، وأن مواجهة ذلك يتطلب الإهتمام بما اكدته ندوة الأمم المتحدة على أهمية إنشاء هيئة خاصة بمواجهة الفساد<sup>(1)</sup> .

- انتقال الفساد عبر الدول حيث ممارسات الفساد أصبحت لها شبكات دولية يمثل الشركات المتعددة الجنسيات التي تستخدم في الكثير من الأحيان أساليب الفساد الإداري في الرشاوي والفساد الموظفين من أجل مصالحها الخاصة في دول الكثير في العالم وهناك اسباب أخرى تؤدي الى نمو ظاهرة الفساد اهمها<sup>(2)</sup> :

- غياب الشفافية: المجتمعات غير الديمقراطية معروفة بكونها بيئات مغلقة تسيطر على حكومات على إعلامها وتخضعها رقابتها ولا تسمح الحكومات بنشر المعلومات غير تلك التي توافق عليها وتخدم مصالحها وقد بدنا



الأُن نشاهد انفتاح متزايدا في مجال الإعلام (في عصر الانترنت ) أصبح من صعب الحكومات الغير ديمقراطية فرض قيود على إمكانية الحصول على المعلومات .  
- الإفتقار الى حوكمة الشركات : انه نقص او فقدان تطبيق القواعد والمبادئ المتعلقة بحوكمة الشركات يؤدي الى تفتيش الفساد المالي والإداري وعدم القدرة على الحكم فيه .

### المطلب الثاني : اثار الفساد المالي والإداري :

يمكن ان نحدد الاثار الناجمة عن الفساد بما يلي(3):

- 1- الآثار الأخلاقية : أن الفساد أولا وقبل كل شيء مشكلة أخلاقية وهو الانحراف عن القيم الاخلاقية وفي حالة استمراره فانه يقيم نظاما منحرفا يهدد اسس الحكومة وكذلك ثقافة المجتمع والمؤسسات الاقتصادية
- 2- الآثار الإجتماعية : أن الفساد يؤثر على المساواة العدالة الإجتماعية فالموارد المخصصة للتنمية بما فيها المساعدات والقروض الخارجية سرعان ما تذهب إلى شرائح صغيرة من كبار المسؤولين .
- 3- الآثار الدولية : أن الفساد أصبح طابع دولي ليس فقط بتأثير الشركات المتعددة الجنسيات التي تعاني من فساد عالمي وإنما أيضا بتأثير المسؤولين الحكوميين المتورطين بالفساد المتنقل عبر الحدود الدول كما أن

(1): كمبل جيب ، جان يونس : أخلاقيات الأعمال في عالم متغير ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، ص 102 .  
(2): نجم عبود نجم : أخلاقيات الإدارة في عالم متغير ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، القاهرة ، 2006 ، ص ص 231-233 .  
(3): محمد مصطفى سليمان ، مرجع سابق ، ص ص 39-40 .

الفساد أخذ يتسرب للمنظمات والاتحادات الدولية ولعل الفضيحة الألومبية التي تفجرت مؤخرا حول إختيار المدينة التي تقام بها ألعاب عام 2002 ما كشف عن هذا الفساد والعادات الجشعة التي تسربت إلى اللجنة الأولمبية الدولية رغم كل الروح الرياضية ومبادئها النبيلة البريئة .

### المطلب الثالث: الممارسات اللاأخلاقية في أسواق الأوراق المالية:

الأسواق المالية مثلها مثل أي مؤسسات اذا لم تحقق اهدافها وتعمل على مواكبة التغيرات والمستجدات في اساليب التعامل وتطور اشكاله وتعددها فإنها ستفقد مبررات وجودها واستمرارها ومن ثم يكتشف الدور إلى تمارسه وحتى تتيح الاسواق المالية في أداء وظائفها لابد من وجود سياسة اقتصادية رشيدة توفر أوضاع سياسة وإقتصادية مستقرة اعتمادا على الشفافية الكاملة حيث لا تدليس ولا محايلة إلا أن هناك عمليات اللاأخلاقية من شأنها ان تعيق سير عمل البورصة تتمثل فيما يلي (1):

1- **البيع الصوري أو المظهري** : يقصد به خلق تعامل مظهري ينشط على سمها في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر عليه .ومثال ذلك قيام احد الاشخاص ببيع أوراق مالية صورة لأحد افراد أسرته او قيام شخص ببيع أو شراء الورقة ذاتها في نفس الوقت متفقا مع لشخص اخر على ذلك الهدف من هذا البيع ايهام المتعاملين بحدوث متغيرات سعرية للورقة المعينة ، مما يعني ان التعامل نشطا قد يجري عليه وهذا معناه ان هناك نوع من الخداع بفرض تحقيق ربح ، فالمستثمر المخادع الذي يرغب في شراء أسهم شركة ما بأقل من سعرها الجاري يمكنه ان يمارس البيع الصوري خاصة اذ كانت السوق غير نشطة ، حيث انه خلال ايهامه للغير يتدهور تلك الاسهم النشطة ، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية بشكل يوهم المستثمرين بتدهور حالة الشركة المصدرة لها هذا يدفع المستثمرين إلى التخلص مما بحوزتهم من تلك الاسهم التي يترتب عليها مزيد من الانخفاض في الأسعار ، حينئذ يدخل المستثمر المخادع كمشتري لتلك الأسهم والعكس في حالة ما اذا المستثمر المخادع باع ما لديه من اسهم بسعر منخفض .

2- **إستغلال ثقة العملاء** : أي أن يقوم السمسار باستغلال عملائه وذلك بإبرام صفقات نيابة عنهم أو تشجيعهم على ابرام الصفقات على أساس معلومات مظلّة ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن السمسار يحصل على عمولته من الصفقات البيع والشراء التي يبرمها سواء كانت صفقات مربحة أو غير مربحة فكلما زادت الصفقات عدد أو قيمة زادت حصيله السمسرة .

3- **الشراء لغرض الإحتكار** : يقصد به قيام شخص بشراء معظم الكمية المعروضة من الأوراق المالية وذلك حتى يتمكن من بينهما لمن يرغب في شرائها بالذوي يحدده أو الانفراد بصناعه القرار في الشركة المصدرة

(1): جبار محفوظ ، مريم عبدلة وآخرون ، مداخلة بعنوان : أخلاقيات الاعمال والأسواق المالية الكفوة – تطبيقات على أسواق المالية الجزائرية - ملتقى وطني حول : الحوكمة ، وأخلاقيات اعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار عنابة 18 و19/11/2009، ص ص 17-20.

لأوراق المالية يعتبر هذا النوع من الإحتكار قمة الإستقلال للمضاربين حيث أن الأسعار التي يفرضها المحتكر عادلة فهي ليست نتيجة لتلاقي قوى العرض والطلب ولهذا تهتز الثقة في السوق .

4- **اتفاقيات التلاعب** : تتم هذه الأخيرة شخصين أو أكثر يستهدف أحداث التغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح ، وفي هذا الصدد نجد نوعين من الإتفاقيات هي (1) :

- اتفاقية المتاجرة : ويتم بموجبها إمتلاك أكبر قدر ممكن من الاسهم التي تصدرها الشركة وما وخلق من خلال ترويج اشاعات عن سوء حالة الشركة المعينة او من خلال قيام السماسرة الاعضاء باستغلال قيمة عملائهم ، وحثهم على التخلص من تلك الورقة المالية ، وفي ظل هذا المناخ الذي يلي يتسم بزيادة العرض يتوقع نتيجة القيمة السوقية للسهم نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن حينئذ يقوم المتقنون بشرائها في سرية ، وبعد إمتلاك جميع الأسهم المتداولة يبدأ الاعضاء من العاملين في الشركة المعنية ونشر المعلومات عن تحسن ملحوظ في أدائها كما يسمى الاعضاء من السماسرة في الوقت ذاته إلى حث عملائهم لشراء تلك الأسهم ، كنتيجة لهذه الجهود يزداد الطلب وتأخذ القيمة السوقية في الإرتفاع فيسارع جميع الاعضاء لإجراء المزيد من عمليات البيع الصوري ، حتى تسود الإعتقادات المتعاميين على أن هناك تعاملًا نشطًا على تلك الأسهم .

- اتفاقية الإختيار : عادة ما يساهم في تنفيذها بعض اعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة للأسهم محل الإتفاقية ويتمثل دورهم في المساعدة على ابرام اختيار بين أعضاء الشركة يحصل الأعضاء بمقتضاها على الحف في شراء كمية كبيرة من أسهم الشركة مستقبلا وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة .

5- **رؤوس الاموال كثيرة الحركة** : في إطار العولمة المالية عرف المحيط المالي تطور كبيرا ، تزيديان معه حركة خصوصية الشركات مضاعفة بذلك عدد الأسهم المسجلة في البورصات كما لجأت الدول الناشئة خاصة في آسيا وأوروبا الشرقية إلى تطوير بورصاتها الخاصة وتحرير انظمتها المالية منفتحة بذلك على السوق العالمي وسمحت الثورة المعلوماتية واستخدام الإعلام الآلي في التداول بربط المراكز المالية بعضها البعض واستمرار التداول في البورصات من جهة أخرى ، كل هذه التطورات ساهمت في تزايد حجم التدفقات المالية العابرة للحدود ، ولكت هذه التدفقات تسببت في العديد من فقاعات المضاربة تاركة بذلك الأسواق المالية تتخبط في أزمات مالية مدمرة فأصبح عدم الإستقرار صفة تلازم النظام المالي الدولي منذ التخلي عن نظام بروتن وودز .

6- **المضاربة** : تعتبر المضاربة سبب في العديد من الازمات المالية ، كما ان المضارب يسعى إلى تحقيق اكبر قدر من الارباح دون بذل جهد فهو لا يهيمه أي شيء ولا يستند في تعامله إلى أي قواعد أخلاقية ، وقد

(1): مرجع السابق ، ص 21.

كانت المضاربة تسبب في الأزمات المالية السابقة مثل الأزمة الآسيوية 1997 .....

7- **تسرب المعلومات** : يقصد به استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص المطلعين أو غير المطلعين منهم من الت اليهم معلومات داخلية في تحقيق مكاسب مادية او معنوية ، حيث يستطيع الاطراف الداخلية للشركة في الكثير من الحالات استغلال المعلومات المحاسبية قبل نشرها في التقارير المالية لتحقيق ارباح غير عادية هذه المعلومات لها النصيب الأكبر من الإهتمام المستثمرين .

8- **التجارة الإلكترونية** : حيث ان لها دور مهم في انتشار عملية الإحتيال في أسواق الأوراق المالية خاصة مع تطور التكنولوجيا التي يسرت التبادل بين الأسواق وتبادل الأفكار وحيث أصبح العالم يصور كقرية واحدة ويمكن إيضاح سلبيات هذه التطورات من خلال مايلي :

\* **تسرب المعلومات عبر شبكة الانترنت** : تعتبر شبكة الانترنت بالنسبة لمصدري الأوراق المالية وسيلة سريعة وبسيطة لتصرف منتجاتها كما ستهل شبكة الانترنت عملية جمع المعلومات الخاصة بالشركة من طرف

المحللين والمسيرين ويمكن الخطر فيها لأنه يمكن لأي شخص الدخول أو الغائها ، دون معرفة هوية الأشخاص الذين قاموا بهذه الأفعال.

9- أشكال التجاوزات الأخلاقية : هي التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتجارة الإلكترونية ويمكن ملاحظة أربع أنواع من التجاوزات الأخلاقية وهي (1) :

\*تجاوزات متعلقة بالتقدم التكنولوجي : سهولة دخول إلى شبكة عمليات التجسس والتصنت على النشاطات عبر شبكة من اجل الحصول على معلومات عامة او خاصة أو من أجل تأخير التبادلات والمعاملات مع الخارج مثل تأخير وصول أوامر البورصة ، وتطويل السير الحسن للأنظمة الإلكترونية التي تعمل ضمنها عمليات البورصة المختلفة .

\*تجاوزات متعلقة بتقديم الخدمات لشرائح واسعة من الجمهور :

فإنطلاقاً من سهولة التدخل عبر الأنترنت يمكن لأي شخص التأثير على الأسواق المالية من خلال أسواق مالية وهمية أو موازية للأسواق المالية المنظمة وإجراء مختلف العمليات من الشراء وبيع لمصلحة الشخصية تجاوزات متعلقة بانتقال المعلومات مثل نشر معلومات خاطئة و التحكم في أسعار الأوراق المالية من خلال تلك المعلومات . تجاوزات متعلقة بانتقال الأموال ، لأن التسديد عبر الأنترنت يمكن أن يؤدي إلى حدوث تجاوزات كاختلاس أول الصناديق .

(1): دبله فاتح، بن عيشي بشير : حوكمة الشركات كادات لصدق المعلومات المالية الأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء السوق ،كلية العلوم الإقتصادية وعلم السير ، بسكرة ، ص ص 8،9 عن موقع [www.jps-dir.com](http://www.jps-dir.com) ، بتاريخ 2011/03/28 ، على ساعة :21:00.

\*عملية التضليل على مستوى الأسواق : أن هناك عدة طرق ووسائل يلجأ إليها عارضوا التقارير والنشرات المالية والمحاسبية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات وتغيير الحقائق بهدف التأثير على إتجاه السوق وقرارات المستثمرين ، كما أنه شركة أسلوبها الخاص ، ومن بين ذلك الطرق التالية : أدوات إخفاء الحقائق أدوات الإخفاء ← - ضبابية المعلومات ← طمس المعلومات وتزييف الواقع

- غموض المصطلحات.

-الكلمات المهيمة .

-اختلاف الأسس المحاسبية .

- شراء الذمم .

- لإرهاب الوظيفي .

من أبرز عمليات التضليل هو ما حدث في الشركة الأمريكية أنزورن سنة 2002 التي تعمد مسيروها على إخفاء الديون وتضخم الأرباح لرفع قيمة أسهم الشركة على مستوى السوق إستقاء المسيرين اصحاب المعلومات الحقيقية عن وضع الشركة وتمكنوا من تحقيق الصفقات وبناعوا حصصهم بأعلى الأسعار في الوقت التي كانت الشركة تغرق ببطء.

**المطلب الرابع : مواجهة الفساد المالي والإداري من خلال تطبيق مفهوم حوكمة الشركات :**

أن تطبيق مفهوم حوكمة الشركات من شأنه أن يقلل من مظاهر الفساد المالي و الإداري ، وذلك بالإعتماد على آليات داخلية وأخرى خارجية لزيادة الثقة والشفافية والإفصاح ، ومن ثم محاربة الفساد المالي والإداري يمكن التطرق لهذه الآليات من خلال مايلي (1):

1- إستراتيجية مواجهة الفساد المالي والإداري : أن مفهوم حوكمة الشركات لا يعني فقط احترام مجموعة من القواعد والإجراءات الموضوعية لإدارة الشركة ، بل هي ثقافة وأسلوب الضبط العلاقة بين مالكي الشركة ومديريها و المتعاملون معها ويعتبر الغش والخداع والرشوة هم الدعامة الأساسية للفساد الإداري والمالي ، لذلك يجب محاربة تلك الاساليب الأخلاقية ، وبالطبع لا تحقق ذلك من خلال وضع استراتيجية لمواجهة الفساد الإداري والمالي وتتكون هذه الإستراتيجية من العناصر التالية :

\*إصلاح الهيئات الحكومية ، وتقييم أساليب العمل بصفة مستمرة .

\*زيادة كفاءة وقدرات المتعاملين ، ورفع مستوى خبراتهم من خلال برامج التدريب .

(1) : عبد الكريم قندور ، بومدين نور الدين ، مداخلة بعنوان : الشفافية والمساءلة كمدخلين ، لحكم الرشاد للحد من ظاهرة الفساد ، ملتقى وطني حول : سبل تطبيق الحكم الرشاد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة 02 و03/09/2007 ، ص 14،13.

\*تحسين النظام القضائي وتوفير جميع الإمكانيات من أجل تنفيذ القوانين .

\*وضع آليات لتنفيذ حوكمة الشركات ، حيث ان تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يتطلب إصلاح الكثير من القوانين واللوائح المعمول بها .

\*العدالة والنزاهة في العمل ولتحقيق ذلك من تعزيز العلاقة بين أصحاب المصالح لتحقيق أهداف الشركة وجعلهم جزء من إستراتيجياتها طويلة المدى ، كما أن المسؤولية وقبول المحاسبة أمام المساهمين وأصحاب المصالح يعطي للشركة ميزة تنافسية .

\* إتباع المعايير المحاسبية السليمة بدعم كفاءة الإدارة المالية كما أن التقارير السليمة توفر المعلومات الحيوية والتي تساعد على اتخاذ القرارات الإستثمارية ، ولأجل ذلك تم وضع معايير محاسبية دولية موحدة واستعمال هذه الأخيرة يمكن ان يؤدي الى زيادة القدرات المالية والضعفاء نوع من المرونة والشفافية في المعاملات وبالتالي زيادة الجودة العالية وسلامة التقارير المالية وينتج عن إستخدام المحاسبة المالية مفهوم المساءلة التي تعتبر احدى الأدوات الرئيسة في ضمان الحوكمة السليمة لما ينتج عنه من شفافية وإفصاح عن المعلومات .

2- **الآليات الداخلية لحوكمة الشركات من أجل مواجهة الفساد المالي والإداري :**

2-1 مجلس الإدارة : يعتبر الباحثين في مجال الحوكمة أن أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة هو مجلس الإدارة ، فهو يحمي رأسمال المستثمر من سوء الإستعمال من خلال صلاحيته القانونية تعيين مكافأة الادارة العليا ، كما يشارك مجلس الادارة في وضع إستراتيجية الشركة .

2-2 التدقيق الداخلي : يقوم بالتدقيق الداخلي هيئة داخلية أو مدققون تابعون للشركة من أجل حماية أموالها الداخلية المستندات ، الحسابات والدفاتر الخاصة بالمشاريع ، ويلعب التدقيق دورا مهما في عملية الحوكمة الشركات اذا يزيد من قدرة مساءلة الادارة والشركة أي زيادة المصداقية والعدالة ولتحسين سلوك الموظفين وبالتالي التقليل من مخاطر الفساد المالي والإداري .

3- **آليات الخارجية الحوكمة الشركات من أجل مواجهة الفساد المالي والإداري :**

3-1 منافسة سوق المنتجات وسوق العمل الإداري : تعتبر منافسة سوق منتجات من بين آليات حوكمة الشركات لان منافسة سوق المنتجات تذهب سلوك الإدارة ، خاصة اذا كانت هناك سوق فعالة

3-2 التدقيق الخارجي : يلعب التدقيق الخارجي دورا كبير للحوكمة الجيدة اذا يساعد المدققون الخارجين على تحقيق المسائلة والنزاهة وتحسين عمليات الشركة وبالتالي التقليل من مخاطر الفساد المالي والإداري (1) .

(1): مرجع السابق ، ص 15.

## **المبحث الثاني : حوكمة الشركات وأثرها على مستوى وأداء سوق الاوراق المالية وكفاءته .**

لقد أصبحت قواعد حوكمة الشركات أمر ضروري التطبيق في أسواق الأوراق المالية سواء تعلقت تلك القواعد بحقوق المساهمين او الإفصاح والشفافية عن المعلومات المحاسبية التي تعد الركيزة التي ستند عليها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الى غير ذلك من القواعد فكلها تأثير فعال على تنشيط سوق الأوراق المالية ولما لا تحقق الى بلوغها الكفاءة التي تسعى لها كل سوق .

**المطلب الأول : القوانين المرتبطة بحوكمة الشركات وعلاقتها بالسوق المالية :**

تتدخل قواعد حوكمة الشركات بعدة قوانين من الشركات وأسواق المال البنوك الإيداع الحفظ المركزي المحاسبة والمراجعة ، المنافسة ووضع الاحتكار ، الضرائب العمل والخصخصة والبيئة وغيرها وفي هذا الصدد يشير "

زين جالين" الى أن الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الاساسي في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم أما يمكن أن يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم ، وتأتي أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية للتغلب على سلبيات تنفيذ التعاقدات التي يمكن أن نتج من ممارسة سلبية تنتهك جميع العقود المبرمة او القوانين او القرارات والنظم الاساسية المنظمة للشركة كما يؤكد كثير من القوانين على مسؤوليات العهدة والأمانة والتي يؤديها ال المديرين من قبل الاطراف الاخرى بالشركة لضمان حقوقهم وفي 2002 يتم اصدار بنود تشريعية لحوكمة النشاط كما تؤكد المؤسسة انه على الرغم من أهمية البنود التشريعية المقترحة إلا أن الأمر الذي يفوقها أهمية مدى كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي والتي يركز على عامل أكثر تماسكا فيما يتعلق بمعايير الإفصاح والشفافية فقد اعلنت منظمة OECD في نوفمبر 2002 انه جاري على مستوى العالم .

### المطلب الثاني: دور حوكمة الشركات في حماية وتعزيز حقوق المساهمين:

تعتبر ثقة المساهمين أحد أهم العوامل التي تعتمد عليها تطور ونشوء سوق الأوراق المالية فتقمة المساهمين تقوم على حسن إستغلال الأموال التي يستثمرونها من قبل مدير الشركة أو أعضاء مجلس الإدارة وان هذه الأموال سوق توظف بالشكل الامثل الذي يراعي مصالحهم وبما ان أصحاب القرار في الشركة لديهم صلاحية في اتخاذ القرارات وبالتالي امكانية تحقيق مصالحهم على حساب مصالح غيرهم<sup>(1)</sup>.

(1) : بريش عبد القادر ، حمو محمد ، مداخلة بعنوان : حوكمة الشركات في الرفع من أداء وكفاءة السوق المالية ، ملتقى وطني حول : السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تجارب الدول العربية ، عنابة ، 2008 ، ص5 .  
وعليه فان ثقة المساهمين والمستثمرين لا تتوفر إلا من خلال تأكيدهم من حصول على معاملة عادلة أو متكافئة ، وبهذا فان نظام الحوكمة الفعال يجب أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين إستخدامها لحماية حقوقهم .

### أولا : حماية حقوق المساهمين في مبادئ الحوكمة

- سعت مختلف أنظمة الحوكمة إلى تحقيق حماية حقوق المساهمين ويمكن ملاحظة ذلك بوضوح في مبادئ (oecd) التي تهدف في مجملها الى ضمان حقوق المساهمين وخصت إحدى المبادئ لتعالج بوضوح هذه الحقوق حيث ينص هذا المبدأ على مايلي :

- كما ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي و عادل في حالة انتهاك حقوقهم .

- يجب ان يكفل في إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين .

- يحدد هذا المبدأ عددا من الحقوق التي يجب ضمانها للمساهمين والمستثمرين في الشركات على النحو

التالي<sup>(1)</sup>:

\*يجب أن يعامل المساهمون المنتميون الى نفس الفئة معاملة متكافئة.

\*ينبغي ان يكون للمساهمين داخل كل فئة نفس حقوق التصويت ويجب ان يمكن كافة المساهمين من الحصول

على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل فئة من فئات المساهمين قبل شرائهم للأسهم كما يجب

ان تكون اية تغييرات في حقوق التصويت خاضعة للتصويت من قبل المساهمين .

\*يجب ان يتم التصويت بواسطة المفوضين بطريقة مفتح عليها مع حملة الاسهم .

\*يجب ان تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكل المساهمين

كما .

\*يجب ان لا تتشكل الشركة صعوبة او تحمل المساهمين تكاليف مرتفعة.

\*يجب منع تداول الاسهم بصورة لا تقسم بالإفصاح والشفافية .

\*يجب ان يطلب من اعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد

يكون بها علاقة بعمليات أو مسائل تمس الشركة .

### ثانيا : أثر تحسين جودة الحوكمة على ثقة المساهمين:

من خلال العديد من الدراسات والأبحاث تم اثبات وجود ارتباط ايجابي بين جودة الحوكمة في الشركات

واستعداد المستثمرين للمساهمة في هذه الشركات ومستوى العالوة التي يمكن أن يدفعها المستثمرين في هذه

(1): جهاد خليل الوزير : دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين والاستقرار الأسواق المالية ، الملتقى السنوي الأول: لسوق رأسمال الفلسطيني ، 2007، ص ص 7-3 .

الأسهم ولقد تم إجراء عدة أبحاث دراسات وفي هذا المجال نذكر منها(1):

- التقرير الذي أجرته مؤسسة ما كنزي سنة 2002 مسح آراء المستثمرين حيث تشمل أكثر من 200 شركة إستثمار دولية اين وجدت فيه هذه المؤسسة ان 80 % من المستطلعين ابدوا ميلا نحو دفع علاوة الأسهم الشركات التي إعتبروها ذات نظم حوكمة مناسبة وإعتبرا المستثمرون المستطلعون ان ضم مجلس الإدارة لأعضاء مستقلين من أهم الميزات التي تؤثر في حكمهم على جودة الحوكمة في الشركات كما أجاب غالبية المستثمرون ان توفر معلومات كافية حول نظم الحوكمة في الشركات يؤثر إيجابيا في قرارهم الإستثماري ، وقد تفاوتت نسبة العلاوة التي أبدى المستثمرون استعدادا لدفعها بحسب الأسواق في الدول المختلفة فيما بلغت النسبة 11% في أسهم الشركات المدرجة في أسواق الدول المتقدمة والأكثر استقرار مثل السوق الكندي ووصلت إلى 40 % في أسواق الدول الأقل تقدما والأكثر تذبذبا مثل: أسواق شرق آسيا .

- كما اجريت دراسة سنة 2006 من طرف " TERN AND VEDA ,DE MICOLO حيث تمت هذه الدراسة على مرحلتين حيث تم في المرحلة الاولى دراسة اذا كانت ممارسات الحكومة قد تحسنت فعليا وتم في المرحلة الثانية دراسة اذا كانت ممارسات الحكومة قد التحسينات في جودة الحوكمة قد ساهمت في نمو الانتاج والإنتاجية والإستثمار على مستوى المؤسسة .

ومن أجل تحقيق تلك الدراسات طور الباحثون مؤشرا جودة حوكمة الشركات على مستوى البلد واستخدام البيانات المحاسبية وبيانات السوق لشركات غير مالية مدرجة في أسواق الأسهم المحلية واعتمادا على أن هذه الشركات كانت أكثر عرضة للإنضباط السوق وان التطور في حوكمة الشركات يعتبر مؤشر عن التطور في القطاع المؤسسي ككل وقد وصل الباحثون الى نتائج التالية :

- أن مؤشر الحكومة يظهر تحسنا في جودة حوكمة الشركات في معظم الدول التي تمت دراستها وأن الجودة تحسنت تحديدا في مجال مقاييس الشفافية.

- أن التحسن في جودة حوكمة الشركات يؤثر على كافة النشاطات الإقتصادية بصورة كبيرة وإيجابية وأن النتائج تشير إلى وجود آثار إيجابية للتحسينات في حوكمة الشركات على نمو لشركات التي تعتمد على التمويل من مصادر خارجية مثل إستقطاب الودائع واستقطاب الأوراق المالية .

وقد أدى إهتمام حوكمة الشركات بالمساهمين والمستثمرين إلى تشجيع هؤلاء على الاستثمار في اسواق الأوراق المالية دون تخوف وبالتالي كان بهذا أثر كبير على الاسواق المالية خاصة وأن الحوكمة تسعى الى جانب ذلك آلية إهتمام بالإفصاح والشفافية في الأسواق المالية بما يضمن الوصول إلى جودة المعلومات المحاسبية .

(1): مرجع سابق ، ص ص 7 ، 8 .

### المطلب الثالث : انعكاس جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية :

إن إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية هو نتاج الأثر المباشر من تطبيق الحوكمة الشركات نتيجة لتحقيق المفهوم الشامل بجودة هذه المعلومات ، والتي لها تأثير مباشر او غير مباشر على سوق الاوراق المالية وذلك كما يتضح فيما يلي (1):

#### أولا : اثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية :

إن المعلومات المحاسبية تؤثر بشكل واضح على سوق الأوراق المالية فتأثيرها لا ينطوي على جانب واحد بل يتعدى إلى جوانب عديدة فمن جهة نجد الأثر واضحا على المستثمرين الحاليين والمرقبين فيما يتم اتخاذهم للقرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية او قرار التخلص منها (بيعا) ، أو الدخول في استثمارات جديدة ، ومن جهة اخرى فهي تؤثر على أسعار الأسهم والعوائد عليها ويتعدى هذا التأثير إلى تنشيط حركة سوق الاوراق المالية وكذا حجم التداول فيه او غير ذلك ، وتعتبر المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية ومن اهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم مخاطر معدل الفائدة مخاطر السيولة.... ، إضافة الى ذلك فان مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية

يعتمد على فرض رئيسي مؤداة ان لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق قيمة حقيقية يمكن تحديدها أو الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الإقتصادية مثل الفوائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية . ويمكن حصر تأثير سوق الاوراق المالية في نقطتين هما :

- 1-1 الدور التسييري : وذلك عن طريق امداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح اسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء او البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار
  - 2-1 الدور التاثيري :وظيفة ادارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد مما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الاوراق المالية التوازن بقدر الإمكان ولذلك يمكن ابراز اهمية المعلومات المحاسبية لأسواق الأوراق المالية في النقاط التالية :
- \*تعد التقارير المحاسبية هي المصدر الوحيد للمعلومات المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- \* إن دور المعلومات المحاسبية في تأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة الذي يتمتع بها هذا السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة.

(1):انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية ص 1 ، عن موقع : [www.kku.edu.sa](http://www.kku.edu.sa) ، بتاريخ : 2011/03/30 على الساعة 15.00 .

- \*إن المعلومات المحاسبية من أهم الأركان التي تتركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية .
- \*إن التفسير الجيد للمعلومات المحاسبية هو مفتاح إدراك العلاقة الحقيقية بين هذه المعلومات وسوق الأوراق المالية .
- \*يجب أن تصل المعلومات المحاسبية الى الجودة المطلوبة حتى تستطيع .
- \*أن تؤدي دورها للتأثير المباشر وغير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية بفاعلية عالية .
- \*إن التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية له أثر على أسعار الإستثمارات الحالية حيث أن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها والتحيز في عرضها وعدم إعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها تحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها وفقا لظروفه .
- \*إن القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية سواء كانت سنوية أو فترية لها دور فعال في التأثير على سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية .

#### ثانيا : أهمية المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات:

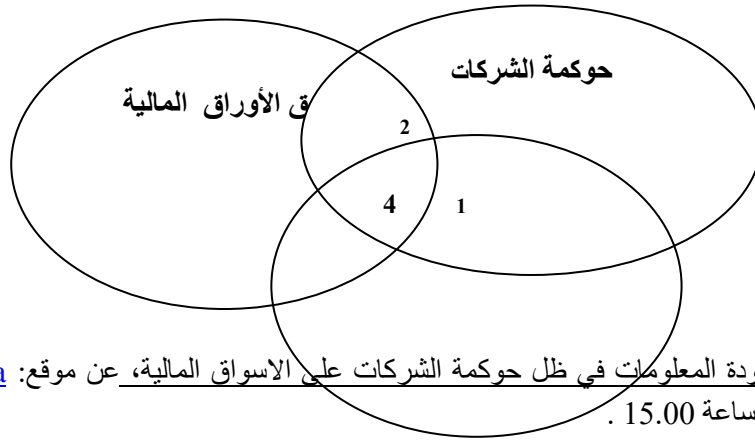
إن أحد أهم دوافع الإهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو اعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيار وحالات الفشل التي اصابت الكثير من الشركات العملاقة التي ترجع معظمها الى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تضمنه من اخطاء لذا فان اهم المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية . (1)

**الإفصاح:** هو إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع .

أما الشفافية فهي تعبر عن توفر المناخ الذي يتيح كافة المعلومات أو البيانات أو اساليب إتخاذ القرارات المتعلقة بالأفراد او الشركات أي أن الشفافية يجب أن لا تحجب أي معلومات عن مساهميتها مهما كانت سيئة وهي تشكل مصدرا أساسيا لتعزيز الحكم السليم وهي كل ما يحتاجه المستثمرين فكل من الإفصاح والشفافية لها دور في ضمان شفافية وإستقامة وانتظام المعاملات في سوق الأوراق المالية وذلك حماية لدور سعر السهم في تقييم الشركة ويمكن الإشارة الى هذا الدور من خلال قواعد الشفافية والإفصاح والتي يمكن الإشارة إليها من خلال ما يلي:

(1): أبو الفتوح فضالة : أساسيات المحاسبة المالية والتكاليف والمراجعة ، دار الكتب العلمية ، القاهرة ، 1996 ، ص 76 .

- \* القواعد المتعلقة بإعلان القوائم المالية والحسابات الختامية لجمهور المساهمين بعد إخضاعها للمراقبة والمراجعة المستقلة منها ضرورة إعلام المساهمين بأي قرارات هامة وجوهرية تمس هيكل بناء الشركة .
- \* القواعد المتعلقة بعقد الجمعيات العمومية وضرورة إعلان أول مسبقا والشروط المتعلقة بكيفية هذا إعلان .
- \* القواعد المتعلقة بالغش ، وإعلان المعلومات المغلوطة او مضاربة الشركة على أسهمها بما يشكل حركة غير طبيعية لأسعار الأسهم .
- \* القواعد التي تستلزم من أصحاب الحصص الكبيرة نسبة الإعلان عن النسب التي يمتلكونها في رأسمال الشركة لها لما يشكله ذلك من إعلان عن حقيقة السيطرة على مقدرات الشركة وإمكانية التغيير فيها .
- \* القاعدة العامة في هذا الصدد هو انه على الشركة الاعلان عن كافة المعلومات بحيث يصح لكل من يريد ان يعتمد عليها او تحتفظ بها بسرية والإقناع عن التجارة وعلى أساسها
- ومن خلال ما سبق يمكن القول بان هناك الارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الاوراق المالية يمكن توضيحها في الشكل التالي : الشكل رقم (3):
- الشكل رقم 01: العلاقة بين الشركات والمعلومات المحاسبية سوق الاوراق المالية .**



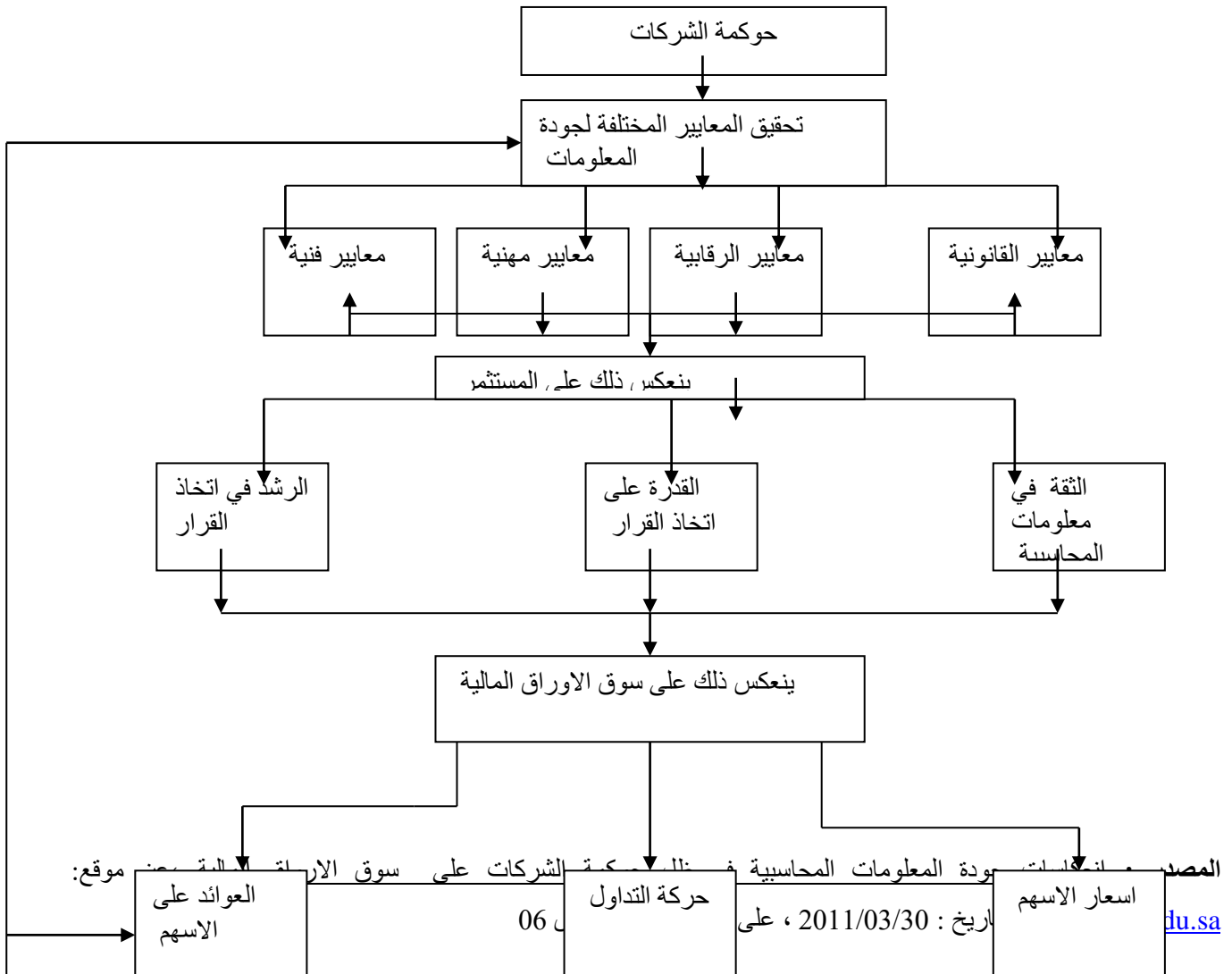
المصدر : انعكاسات جودة المعلومات في ظل حوكمة الشركات على الاسواق المالية، عن موقع: [www.kku.edu.sa](http://www.kku.edu.sa) بتاريخ 2011/03/30 ، على الساعة 15.00 .  
 يلاحظ من الشكل السابق مايلي :  
 المنطقة 01 : تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات وبين المعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بسوق الأسواق المالية .

(1): المتعصم بالله الغرياني : حوكمة الشركات المساهمة " دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية " ، الدار الجمعية الجديدة ، الاسكندرية ، ص ص 149 ، 150 .  
 المنطقة 02 : الأثر المتبادل بين حوكمة الشركات وإنعكاساتها على سوق الأوراق المالية بصفة عامة بعيدا عن دور المعلومات المحاسبية (وان كان يصعب ذلك عمليا).  
 المنطقة 03 : تمثل أثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية متمثلا في تأثير المعلومات على حركة التداول وأسعار الاسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق .  
 المنطقة 04 : هي منطقة الأداء المتميز متوازن المصالح وهي محل الاهتمام لان نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال الحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفر المعلومات المحاسبية ذات الجودة العالية وبالتالي تنشيط سوق الاوراق المالية ووجود المنطقة 04 اصبح امرا ضروريا لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات محاسبية ذات معايير جودة عالية ولا يكون لها تاثير مباشر او غير مباشر على اسعار وحركة أوارقها المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية .



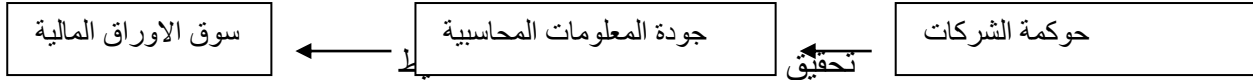
- ويمكن التطرق إلى العلاقة المشار إليها سابقا من خلال مايلي إتضح من الإجراء السابق الأثر الواضح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية .
- كما اتضح أن جودة المعلومات المحاسبية على الفضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها اتجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية .
- إن التزام بتطبيق الحكومة أدي إلى شمول مفهوم جودة هذه المعلومات بحيث أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير المتعددة التي تسعى الحكومة إلى توفيرها في هذه المعلومات لذا فان تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل في ظل الحوكمة سوف ينعكس على الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية وذلك كما يظهر في الشكل التالي :

الشكل رقم :04: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية وسوق الاوراق المالية :



وفي ضوء ما سبق يمكن الإشارة إلى الملاحظة التالية :

- ان قدرة المعلومات المحاسبية التأثير على حركة السوق الأوراق المالية سواء بالإيجاب أو بالسلب وكذلك بالنسبة لدورها التسييري والتأثير يتزايد مع تزايد تحقق جودة هذه المعلومات .
- إن من الدوافع الهامة والأساسية لظهور وتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية وأحكام الرقابة عليها ، للارتقاء بمفهوم جودة هذه المعلومات من الجودة ذات المعيار الواحد إلى تحقيق الجودة ذات المعايير المتعددة مما يعني تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات المحاسبية لذا يمكن الخروج بالإستنتاج التالي :



#### المطلب الرابع : أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية :

لقد سبق التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية والذي يعكس فيه سعر السهم كافة المعلومات به و أين يتساوى فيه السعر السوقي للسهم الحقيقي له ، وحتى يتحقق ذلك لا بد من وجود الية فعالة ترفع من كفاءة سوق الأوراق المالية .

وتتمثل هذه الألية في الحوكمة ، ومن خلال ما تتضمنه هذه الأخيرة من قواعد الحوكمة وتكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة الاسواق المالية لأنها تؤدي في النهاية الى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم حيث انه في السوق الكفو يتم تسعير الاسهم في ضوء المعلومات المتاحة ومن المعروف ان كفاءة سوق المال تتوقف على مدى توفر المعلومات الخاصة والداخلية لجموع المستثمرين في توفيق واحد وان الحوكمة لديها الأليات للوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من الوصول إلى كفاءة الأوراق المالية ، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح والتي تمكن تلخيصها في :

\*زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات .

\*زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل تقلبات لأسعار الأسهم .

\*زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة ، تقليل صناعي السوق وبالتالي تحسين او تدهور الحوكمة له دور أكبر في تحديد أداء الأسهم لأن هناك علاقة قوية وطردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم وترجع هذه العلاقة الى عدة أسباب هي:

\*نوعية المعلومات المتاحة لمجموع المستثمرين يعكس جودة.

\*لحوكمة حيث أن مبدأ الإفصاح و الشفافية احد مبادئ حوكمة الشركات (1).

(1) أحمد رجب عبد المالك : دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادي لأسهم لسوق الأوراق المالية " دراسة تحليلية " ، مجلة كلية التجارة والبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد 01 ، مجلد رقم 45 ، 2008 ، ص ص 09-06 عن موقع [www.aleppoconomics.com](http://www.aleppoconomics.com) بتاريخ: 2011/04/02 ، على الساعة 17:00.

\*حوكمة الشركة هي إنعكاس لنوعية الإدارة حيث أن النوعية تتأكد من إرتفاع مستوى حوكمة الشركات

هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم على عكس الإدارة الغير واعية ، تسعى دائماً للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحكومة مما يؤثر على اسعار السهم .

- إن حوكمة الشركات بما لديها من أليات رقابية على الإدارة تمنعها عن التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى حد ما تماثل المعلومات بين المستثمرين مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم .

- هناك علاقة إرتباط طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية على ذلك تمكن القول أن نتيجة للحوكمة فان أسعار الأسهم تتحد بشكل أكثر كفاءة نتيجة لتضييق عمليات المضاربة وتصبح العمليات اليومية أكثر سرعة وأكثر اتصافا بالصفة الاقتصادية وعليه فسوق الأوراق المالية هي محور الرئيسي

في عملية تنشيط الاستثمارات لأنها تشكل الوعاء الذي تصب فيه المدخرات التي تتم توجيهها لخلق طاقات إنتاجية جديدة وبما أن الشركات الشريان الرئيسي للأداء الإقتصادي في أسواق الأوراق المالية فإن ما توفره من معلومات عن مركزها المالي بشكل اساسي الإستثمار في الأوراق المالية فالمعلومات المحاسبية تشكل النواة الأولى التي تبنى عليها قرارات الشركة حيث توفر لها المعلومات المالية عن القيم الإقتصادية لثروتها في لحظة معينة والتعبير عن التغيرات التي تطرأ على تلك الثروة من خلال فترة زمنية محددة وذلك عن طريق ترجمة الأحداث والعمليات المتعلقة بالنشاط الإقتصادي الى تدفقات نقدية ، ومن هنا تتجلي أهمية حوكمة الشركات فقي الحفاظ على الفرص وشفافية المعلومات المحاسبية الواردة في السوق المالية اضافة إلى تمكين المستثمرين من تقييم اداء الشركات المسجلة بها وصولاً إلى الأسعار الحقيقية لأسهمها هذا مؤداة زيادة حجم العمليات والصفقات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق ومن ثم كفاءتها لذا كانت الكفاءة بشقيها السعري والتشغيلي أساس قيام وإستثمار وتوسيع أسواق الأوراق المالية إذا تحرص كافة الدول على ضمان اقصى درجات الكفاءة لبورصاتها حتى تؤدي دورها الرئيسي في احسن الظروف إلا وهو تمويل الإقتصاد الوطني (1) .

(1): مرجع سابق ، ص 10 .

### المبحث الثالث : الحوكمة والأزمة المالية الحالية :

لقد عاني في النظام الرأسمالي ولا يزال يعاني من العديد من الأزمات المالية خاصة تلك الأزمة التي هزت وزعزعت النظام المالي النظام المالي ، الأمريكي لتنتقل إلى باقي الدول الأخرى ، وكان لهذه الأزمة العديد من الأسباب كما خلفت العديد من الإنعكاسات خاصة على سوق الأوراق المالية مما أدى إلى زيادة الدعوة إلى تطبيق قواعد حوكمة الشركات باعتبارها أحد الاساليب المعالجة والوقائية للالزمات المالية .

#### المطلب الاول : جذور الازمة ومراحلها :

**أولاً :** جذور الأزمة: في البداية عادة ما كانت البنوك الامريكية تقوم بتمويل عمليات الأقرض بنظام الرهن العقاري ويتم التمويل من حصيلة الإيداعات التي تقوم إليها من طرق عملائها ومعنى ذلك أن حجم التمويل العقاري كان محدود بمقدار مدى ما يتوافر لدى تلك البنوك من سيولة مصدرها ، عملائها المودعين ولكن في ظل العولمة الاقتصادية وما أنتجته من عولمة مالية تزايدت عمليات تحرير اسواق التمويل العقاري مع الغاء التدريجي للقيود على اسعار الفائدة ودخول ما يسمى بمرحلة الليبرالية الجديدة ، وبدأت تنشيط و تنزايذ قوة ما يسمى بالسوق الثانوية للرهن العقاري التي خلفت سهولة ومرونة كبيرة للغاية في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأسمال وتعمقت العلاقة بين سوق النقد المتمثلة في البنوك وسوق رأسمال ومنع نمو نشاط التوريق والمشتقات المالية ذلك ادى الى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك المؤسسات المالية الاخرى على دخول الرهن العقاري وكان مهندس هذا الانفجار العقاري الان فريسان واحد من اشد امويدين للابتكار المالي دون منازع وهو الذي ادار الخزينة الفدرالية الامريكية وتصاريحة المتعاقبة كانت تحدد الفكر الذي سيسيطر على الدوائر المالية .

- ففي عام 2002 اعتبر انه ما من سياسة قادرة على وضع حد لتضخم فقاعة مالية مع استمراره بتغذية هذه الفقاعة منه خلال سياسته التي اعتمدت على خفض معدل الفائدة وفي عام 2004 اكد على ان الاحتمال ضئيل في حصول على انخفاض قوى في اسعار الاسواق العقارية في الولايات المتحدة الامريكية نظرا الى حجمها وتنوعها ثم اضاف عام 2005 انخفضت اسعار المساكن لن يترتب على ذلك عواقب مهمة الإقتصاد الكلي وفي العام نفسه اعتبر أن الآليات المالية الاكثر تعقيدا أما في عام 2006 عشية انفجار الفقاعة العقارية وفي حين لم يعد رب عمل الفدارالية الامريكية فقد اعتبر انه تم بلاشك تجاوز اسوء انخفاض للأسواق العقارية (1) .

ثانيا : مراحل الازمة : يمكن إيجاز مراحل الأزمة المالية العالمية في المراحل الآتية :

- فيفري 2007 : عدم سداد سلفات الرهن العقاري الممنوحة المدينين لا يمتنعون بقوة كافية على الاستديد بتكثيف في الولايات المتحدة الأمريكية وسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات متخصصة .
- (1): عبد المطلب عبد الحميد : الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية ، الدار الجامعة ، الإسكندرية ، 2009 ، ص ص 255،254 .
- سبتمبر 2007 : البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة .
- أكتوبر -ديسمبر 2007 : عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض في أسعار اسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري .
- 22 جانفي 2008 : الإحتياطي الفدرالي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 35 % وهو إجراء ذو حجم استثنائي تم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي وأفريل 2008.(1)
- 17 فيفري 2008 : الحكومة البريطانية توميم بنك " نورذن روك " .
- 11 مارس 2008 : تضافر جهود المصارف المركزية مجدد المعالجة سوق التسليفات .
- 16 مارس 2008 " جي جي مورقان تشيز " تعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بيرستيرنز" بسعر مئتين ومع المساعدة المالية للإحتياطي الفدرالي .
- 24 أفريل 2008 : قام مصرف " يوبي اس " السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته
- 30 ماي 2008 : قال مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية أن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الإحتياطي الإتحادي والبنوك المركزية الأخرى ، لضخ الأموال في المؤسسات المالية .
- 7 سبتمبر 2008 : وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري " فريدي ماك " و " فلني ماي " تحت الوصاية .
- 15 سبتمبر 2008 : إعترف بنك " ليمان برادرز " بإفلاسه
- 16 سبتمبر 2008 : الإحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤمنان أكبر مجموعة تأمين في العالم " أي اي جي " المهدة بالإفلاس .
- 17 سبتمبر 2008 : البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي .
- 18 سبتمبر 2008 : البنك البريطاني " لويدتي اسبي " يشتري منافسة " أتش بي أو أس " المهدة بالإفلاس .
- 8 أكتوبر 2008 " بريطانيا تعرض تقديم 50 مليار جنيه إسترليني 87.2 مليار دولار إلى أكبر المصارف البريطانية لمساعدتها في التغلب على الأزمة .
- (1): إبراهيم عبد العزيز النجار : الأزمة وإصلاح النقدي العالمي ، الدار الجامعة ، الإسكندرية ، 2009 ، ص 62.
- 10 أكتوبر 2008 : مؤشر نيكي في بورصة طوكيو ينخفض بـ 10 % من أكبر هبوط له في يوم واحد منذ 1987 .
- يتلقى وزارة المالية ورؤساء المصارف المركزية بمجموعة السبع في واشنطن ويتعهدون بمنع المصارف الرئيسية من الإنهيار لا والعمل معا لوقف الأزمة ، ويعلن صندوق النقد الدولي تأييده للخطوة في اليوم التالي
- 13 أكتوبر 2008 : بريطانيا تعلن خطة قوامها 37 مليار جنيه 24 مليار دولار لمساعدة ثلاثة مصارف رئيسية هي رويال مصرف " اوف سكوتلاند " و " إتش بي بي أو أس " و " لويدز تي اس بي " .
- 14 أكتوبر 2008 : تنظم اليابان إلى جهود العالمية بالإعلان عن ضخ الأموال في المصارف .
- مؤشر نيكي في بورصة طوكيو يرتفع بأكثر من 14 % وهو أكبر ارتفاع في يوم واحد في تاريخه هبوط بورصة ايسلندا بـ 67 % بعد استئناف معاملتها في الولايات المتحدة الأمريكية تعرض شراء حصص تسعة مصارف بقيمة 250 مليار دولار .

19- اكتوبر 2008 : كوريا الجنوبية تكشف عن خطة عن انقاذ بـ 130 مليار دولار تعرض من خلالها ضمانات على الديون الاجنبية وتعد بزيادة رؤوس اموال المؤسسات المالية .

01 نوفمبر 2008 : مجلس الشيوخ الامريكي يقرر خطة الانقاذ المالي المعدلة .

**المطلب الثاني : أسباب الأزمة وعوامل تحولها إلى أزمة عالمية :**

**أولا : أسباب الأزمة :** هناك مجموعة من الأسباب والعوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة وساهمت في ثقتها وقد تم توضيح هذه الأسباب من خلال تصنيفها إلى أسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة كمايلي :

أ – الأسباب المباشرة :

أ-1 تسرب الفساد إلى الاجهزة الادارية و للمؤسسات المالية:

إن الأزمات المالية السابقة تجمع كلها على أن تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية هو من بين الأسباب الرئيسية لوقوعها ولم يغيب هذا السبب عن تفعيل الأزمة المالية الراهنة في منتصف سبتمبر 2008 بل أتى على قمة الأسباب التي أدت إليها حيث انتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين ممن كانوا يشغلون ووظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية والمؤسسات المالية سواء في الولايات المتحدة أو خارجها و غابت الآليات الفاعلة لرقابة عليهم مما جعلهم يتساهلون في منح قروض انتمائي بمبالغ كبيرة دون تطلب المعايير الأمان الدولية في الأصول الضامنة قروض<sup>(1)</sup> .

أ-2: إنفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري : تعتبر أزمة الرهن العقاري الشرارة الأولى التي فجرت الأزمة حيث أن الإقتصاد الأمريكي حقق معدل نمو خلال 2008 بمتوسط سنوي قدره 3.6% وهي نسبة عالية تفوق كثيرا ما حققه العالم خلال 30 عاما السابقة على هذه الفترة حيث تضاعفت القيمة المضافة

(1): محمد عبد الوهاب الغزواني ، عبد الباسط محمد خميس : الأزمات المالية ، مكتبة الجامعية للنشر والتوزيع، الاردن ، 2010 ، ص ص 61،62. للإقتصاد العالمي إلى 4 اضعاف وفيما يتعلق بأسواق العقارات فقد حققت هذه السوق ازدهار كبيرا في الفترة ما بين 2001 -2006 وتنام فيها الاستثمارات المحلية والأجنبية من خارج الولايات المتحدة الأمريكية في الاوراق المالية المدعومة بروهون عقارية وهذا الوضع الجيد للأسواق العقارات اخرى البنوك والمؤسسات المالية فتساهمت في منح الائتمان وساهم هذا في اعتياد الأمريكيين على تمويل انقاذهم الاستهلاكي بأموال القروض المضمونة بأصول عقارية ، ولكن عند وصول تاريخ الاستحقاق وعجزوا عن سداد أقساط هذه القروض فاتخذت المؤسسات المالية اجراءات اخلائهم من منازلهم الضامني لقروضهم فارتفع العرض مقابل الطلب وانهارا أسعار العقارات وعجزت المؤسسات المالية عن تحصيل مستحقاتها هذه الأخرى فشحت السيولة النقدية وتوالت حالات الإفلاس التي اصابتها وانزلت الازمة المالية تبعا لذلك .

**ب- الاسباب الغير مباشرة:**

ب- 1 - انعدام الثقة بين المؤسسات المالية : من الأسباب المألوفة للازمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما ، أو في قيمة عملتها غير أن هذه المسألة اخذت بعد آخر خلال الأزمة المالية العالمية حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها وكان ذلك اهم الاسباب التي ادت الى تفاقم الازمة المالية العالمية بعد نشوئها اذا امتنعت هذه المؤسسات عن اقراض بعضها تجنبا لزيادة اقبال المودعين .على اموالهم لديها وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات من رد تلك الأموال الخاصة بعد انتشار الهلع بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب اموالهم من البنوك لذا كان الشاغل الأول لجميع المؤسسات المالية في هذه الازمة هو اعادة بث الثقة لدى المودعين ، وكانت الظاهرة الغالبة للوصول الى هذه الغاية هي تسابق البنوك المركزية والحكومات في انحاء العالم ضخ كميات هائلة من السيولة النقدية في الاسواق المالية لدفع البنوك إلى إقراض بعضها وطمأنة المودعين على أموالهم لدي هذه البنوك.

ب-2 نظام الفائدة: يعتبر نظام الفائدة مشكلة حقيقية ومن اعوص المشاكل في النظام الرأسمالي برتمته لان النظام كله يقوم على الية الفائدة بمعنى سعر الفائدة المحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد وأن الغاءها يؤدي إلى انكماش وبدونها لا يمكن أن يسير الاقتصاد إطلاقا ولكن هذا غير صحيح فقد اثبتت التجربة الواقعة ان الفائدة هي سبب كل الازمات في تاريخ الرأسمالية.

ب-3: انخفاض سعر الصرف اليوان الصيني : يرى البعض ان الصين تعد من اهم اسباب تفاهم الازمة المالية حيث ان انخفاض سعر صرف اليوان جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية ودفع المستهلك الأمريكي الى

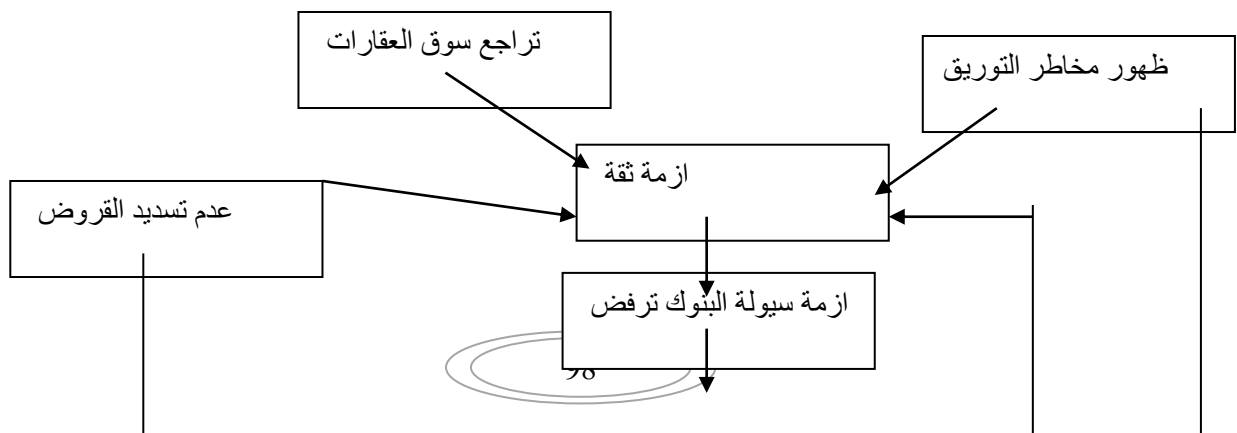
شرائها بكثرة وهذا ما وفر للصين سيولة نقدية كبيرة ووظفتها في شراء سندات خزانة امريكية وسندات قروض مدعومة برهون عقارية مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقتراض وتسبب في الأزمة العالمية لذلك كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائمة الضغط على الصين بإستمرار ما قبل لي تتمكن من إقناع الصين برفع أسعار الصرف لعلمتها لكنها لم تنجح (1).

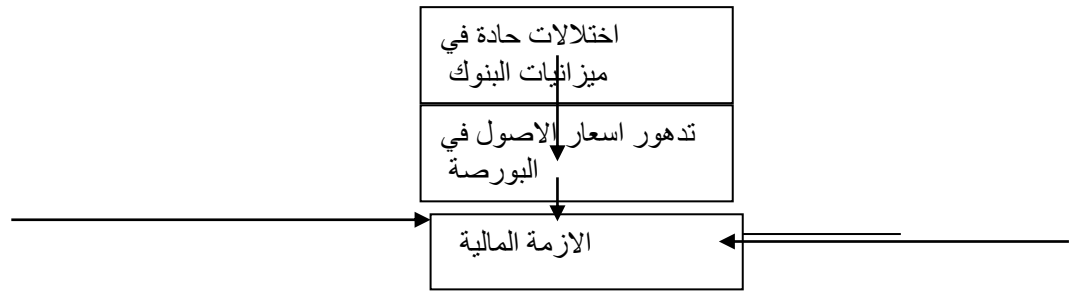
(1): الأزمة المالية العالمية عن موقع : <http://wikipedia.org> ، بتاريخ : 2011/04/24 ، على الساعة : 17:00 .  
ب-4 : تحول الإقتصاد العالمي : قد تحول الإقتصاد العالمي في ظل الرأسمالية المعولمة من اقتصاد حقيقي الى اقتصاد رمزي أي من إقتصاد قائم على الإنتاج والاستثمار الى اقتصاد وهمي قائم على المضاربة والمقامرة والمخاطرة في المشتقات وهذه ادوات من إبتكار الرأسمالية الجديدة وهي مشكلة حقيقية لأن توغل الإقتصاد الرمزي الحقيقي هذا سيؤدي إلى الإنهيار (1) .

ب-5 مدى مسؤولية صندوق النقد الدولي على الأزمة المالية العالمية : رغم أن الكثيرين القوا باللوم الشديد على الصندوق إتهموا بالضعف والتسبب في وقوع الأزمة وطالبوا بالبحث عن بديل له ولكن متابعة الأحداث تبرهن على براءة الصندوق من مثل هذه الإتهامات وأن نسب إليه بعض التقصير فإنه يرجع إلى تغير ظروف الدولة التي واكبت انشاءه دون ان يصاحبها تغيير مماثل في الية العمل ولذلك فانه لا يمكن اسناد أي تقصير لدور الصندوق في الازمة بسبب ان الولايات المتحدة الامريكية منشأ هذه الازمة وغيرها من الدول المتقدمة الاخرى كانت دوما على رأس الدول الراضة للدور الرقابي للصندوق على المؤسسات المالية معتبرة ان تقدمها يشفع لها في ذلك ويضمن لمؤسساتها المالية التعالي على مراقبة صندوق النقد الدولي لبرامجها ويمكن توضيح أهم أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية من خلال الشكل التالي :

(1): محمد النوري : الأزمة المالية أسقطت نظرية أولهية السوق ، عن موقع [islamonline.net](http://islamonline.net) ، بتاريخ : 2011/04/25 على الساعة 15:00

### الشكل 05 : أسباب الأزمة المالية العالمية :





المصدر :يونسي صيرينة : مداخلة بعنوان : الأزمة المالية ، ملتقى وطني حول : الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة باجي مختار ، عنابة ، 2011/11/19/18 ، ص22.

### ثانيا : العوامل المؤدية الى تحول الازمة الى أزمة مالية عالمية :

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية المصرفية بالإعتماد على ثلاث عوامل هي (1) :

- يتعلق العامل الأول يتخلف بلدان أن العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابتة مقابل الدولار . وتصبح جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة في السياسة الاقتصادية الأمريكية بالإضافة بواحد الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وفي هذا السياق المتنازم من المنطقي ان نتساءل عما اذا كان بإمكان مراكز الصناعة القرار على مستوى الدول الكبرى التحفي الازمة و الحيلولة دون تحول الركود الاقتصادي الى ما هو أسوأ سيما وأن مؤشرات توحى بأن احتمال الكساد بل والكساد التضخمي وأردا وكل هذا ينعكس على الاسواق الأمريكية التي تعتبر أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1979 مليار دولار

(1): عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق ، صص 282- 284 .  
أي 15.5 % من الواردات العالمية.

- العامل الثاني يتعلق تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس أموال الإستثمار في عدة أسواق مالية في ان واحد فإذا تعرضت أسهمهم في دولة أخرى قد تصيبها خسارة وفي حالات معينة عندما تهبط أسهم في دولة فسوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو التفادي خسارة ثانية وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم لخسارتهم في بعض البلدان العربية كمصر السعودية هبط المؤشر العام بسبب هذه العمليات التي قام بها المستثمرون في هذين البلدين نتيجة خسارتهم في وولستريت. (1)  
- أما العامل الثالث : فيتمثل في خوف من هبوط جديدا وحاد لسعر صرف الدولار في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل العملات الرئيسية الأخرى وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات ينسب عالمية وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي الى تخفيض سعر الفائدة (2)

### المطلب الثالث : انعكاسات الأزمة على سوق الأوراق المالية :

لقد كان لازمة المالية الحالية انعكاسات وخيمة على اقتصاديات أمريكا خاصة على العالم بشكل عام فقد ادت هذه الأزمة إلى افلاس العديد من البنوك و الشركات بسبب أزمة السيولة "إفلاس بنك " " ليمان براذرز " في 2008/09/15 بالإضافة إلى تذبذب أسعار الذهب والعملات حيث انخفض سعر الدولار عدة مرات متتالية مما أثر على باقي العملات الأخرى ، وكذا بدأ التأثير واضحا على المعاملات والتسويات الدولية بل والتأثيرات النسبية على التجارة الدولية صادرات وواردات اما بالنسبة لأسعار البترول فبدورها تعرضت لتذبذبات متتالية بالإضافة الى انسحاب العديد من المستثمرين والمضاربين وتنامي معدلات البطالة .....  
أما فيما يخص انعكاسات الأزمة على صعيد الأسواق المالية فقد تعرضت هذه الأخيرة إلى انهيارات كبيرة والتي يمكن الإشارة إليها فيما يلي :

- شهدت البورصات العالمية وفي كل دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة متعاقبة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد انهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الاخرى وقدرت خسائر البورصات العالمية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4,5 تريليون دولار فيما ينطلق عليه بالخسائر الورقية .

(1): مسعود محيطة : الأزمة المالية العالمية الراهنة انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر مجلة المدرسة العليا الحربية الجزائر ، العدد الثاني ، جمادى الثانية 143 هـ جوان 2009 ، ص 6.  
(2): ميمون الرحمانى : الأزمة المالية العالمية ، جمعية اطاف ، المغرب ، عن موقع: [www.4shred.com](http://www.4shred.com) ، بتاريخ : 2011/04/24 على الساعة 21:30.

ففي 11 اكتوبر مثلا تراجع مؤشر " داو جونز " في بورصة وولستريت الأمريكية التي يقيس أداء 30 شركة صناعية كبرى 7% بمقدار 700 نقطة في بداية التعاملات وفي اوروبا سجلت البورصات الاوروبية الرئيسية لأسهم الشركات الكبرى في اوروبا بنسبة 8% وبذلك يبلغ معدل انخفاض المؤشر من بداية الاسبوع الاول للأزمة اسيويا هبوط مؤشر " نيكاي الياباني " سهم الشركات اليابانية بنسبة اكثر من 11% ليسجل اكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار اسواق الاسهم عام 1987 بل ان التقارير تشير ان البورصة اليابانية هبطت الى ادنى مستوى لها منذ 25 عام وفي بكين تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 357 % وبينما مؤشر " شيزين " الصيني بنسبة 55% وتراجعت بورصة هونغ كونغ 73% بسبب مخاوف المشتهرين من تداعيات الأزمة المالية المصرفية العالمية (1).

- ويرجع هذا الانخفاض الحاد في البورصات العالمية للأزمة المالية التي صدرتها الولايات المتحدة الامريكية وقد كان مصدر هذه الانخفاضات اساسا هو ارتفاع حدة المضاربات في اسواق المال العالمية التي وصفها " جاك شيراك " مرض ايدز الإقتصاد الحديث وتعتبر نوعا من الإغتصاب الإجتماعي اما التقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية كان لها أثر على البورصات العربية حيث نجد ان :

- سجلت بورصات الخليجية تراجعا كبيرا على خلفية التخوف من تداعيات الأزمة العالمية وانعكاساتها على المنطقة .

- خسر مؤشر بورصة دبي 6.86 % مما أدى إلى وصول أدنى مستوى له في غضون 18 شهرا وتراجعت السوق خصوصا بسبب القطاع العقاري الذي فقد 11.1 % وتراجعت أسهم إعمار العملاقة بنسبة 12.3 % وهي أكبر خسارة لها منذ قرابة 8 اعوام كما تدهورت بورصة الإمارات العربية المتحدة وهي سوق الأوراق المالية في ابوظبي بنسبة 4% وهذا ايضا سبب انخفاض في القطاع العقاري بـ 9%

تراجعت بورصة الكويت والتي تحتل المرتبة الثانية من حيث الحجم في العالم العربي بنسبة 3% وفي قطر حققت بورصة الدوحة خسارة بسنية 7% وفي حين تراجعت سوق الأوراق المالية في سلطة عمان بنسبة 2.8% - أما بالنسبة لمصر فقد تأثرت شهادات الإيداع المصرفية في سوق لندن بأزمة البورصات العالمية وأصبحت بعض الأسهم تتداول بأقل من قيمتها بنسب تتراوح ما بين 20 الى 30%.

- أما بالنسبة للجزائر فلم يكن هناك اثر يذكر على تأثر سوق الأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية (2)

(1): فريد راغب النجار : الاستثمار والتمويل والرهن العقاري " الاقتصادية ، المخاطر ، اعادة الهيكلة " ، دار الجامعية ، الاسكندرية ، 2009 ، ص 303 .

(2): بوعباد سفيان : بورصات العالم تتدهور وأوروبا تبحث عن منفذ لها ، جريدة الخبر الثلاثاء 2008/10/7 الموافق لـ 7شوال 1429 هـ العدد 2422 ، ص11.

### المطلب الرابع : العلاقة بين الأزمة المالية الراهنة وحوكمة الشركات

إن هذه الأزمة هي ترابط الكثير من الإخفاقات وأهمها عدم إحترام مبادئ حوكمة الشركات وكم بينها التخلي عن أخلاقيات الأعمال التي تعتبر لب هذه الأزمة الاقتصادية لأن الكشف عن عمليات ضخمة للفساد انتهت بسقوط عدد من الشركات الكبرى وخلفت تلك الشركات المنهارة خسائر مالية كبيرة فضلا عن ما أحدثته من اضطراب هائل في البورصة وكان ضعف الرقابة ومحاباة الشركات الكبرى سبب رئيسيا في تراجع الإلتزام بمعايير



الحوكمة وهناك من يرى ان الأزمة الاقتصادية الراهنة هي نتاج لمجموعة من العوامل التي تم فقدان القدرة على التحكم فيها أي انها افلنت من السيطرة وتتمثل هذه العوامل فيما يلي (1):

\* طرح منتجات مشتقة معقدة والهدف منها البحث عن أفضل أداء مالي على المدى القصيرة والتي تتطلب من المسيرين الذين قاموا بطرحها بالمبالغة في المخاطرة .

\* عدم التمسك بإستراتيجية المؤسسة الطويلة المدى البحث عن الاداء وتعظيم المنفعة ذات المصلحة ومما سبق نستنتج ان البعد المتعلق بالأزمة الاقتصادية وعلاقته بحوكمة الشركات يخص ادارة المخاطرة الناجمة عن تصرفات مسيري البنوك والهيئات المالية المتسبب في الازمة حيث ان المشكلة هي عدم تبليغ مجالس الإدارة بالتصرفات التي أقام بها هؤلاء المسيرين تدخل ضمن مهام هذه المجالس حيث ان مبادئ الحوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التنمية والتعاون الإقتصادي تعرض على مجلس الإدارة الزامية مراقبة تصرفات المسيرين فيما يتعلق بإدارة المخاطر وفي الواقع هذا المبدأ تم اغفاله تماما من طرف مجالس ادارة البنوك بل ان المواثيق والممارسات التي تطبقها بعض البنوك لا تراعي ولا تدمج مثل هذا المبدأ لقد بنيت الازمة الاقتصادية الراهنة بشكل واضح ان النقائص المتعلقة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات خاصة فيما يتعلق بمسؤوليات مجالس الإدارة وأنظمة مراقبة وإدارة المخاطر .

### لمطلب الخامس : حوكمة الشركات للتصدي للازمة المالية :

في ضوء الإدراك المتزايد بأن انعكاسات وتداعيات الأزمة المالية العالمية قد تؤثر سلبا على الإنجازات الاقتصادية المحققة تشبثت معظم الدول على ضرورة الإلتزام بإجراءات حوكمة الشركات لهذه الأخيرة من القدرة على ضمان إستقرار النظام المالي والحفاظ على سلامته في مواجهة الازمة المالية العالمية بمعنى وضع انظمة فعالة لحقوق الدائنين وإعادة الهيكلة وتوسيع نظام السلطات التنظيمية والرقابة فتعزيز دور الحوكمة يكون عبر تطبيق الإطار المؤسسية وتطويرها وتحسين معايير الإفصاح والشفافية وفرض سيادة

(1): عبد الرحمن العايب ، مداخله بعنوان : ميكانزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة - حالة المؤسسات المالية والمصرفية المتضررة - ملتقى وطني حول : الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 20 و 21 / 10 / 2009 ، ص 9.

القانون لأن إهمالها يجعل المجازفة كبيرة خاصة بالنسبة للأسواق الأسهم والائتمان وفي ظل تداعيات الازمة تتجلى الضرورة للتعامل مع قضايا حوكمة الشركات الأتية (1) :

\* يجب توسعة نطاق الصلاحيات التنظيمية والرقابية للمصارف المركزية بحيث تشمل المصارف الإستثمارية وشركات الوساطة المالية ذات الصلة (غير مصرفية) .

\* ينبغي إصلاح أطر وإجراءات وممارسات تطبيق إدارة المخاطر من أجل تصحيح مواضع الخلل التي كشفت عنها الأزمة المالية هناك ضرورة لمراجعة دور وضعية التنظيمات الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني .

\* ينبغي ربط مكافآت المسؤولين التنفيذيين وهيكله الحوافز بكل من على المدى البعيد ، ومستوى المخاطر بالنسبة للشركات كما ينبغي توفير المزيد من الافصاح والثقافية بشأن نظام المكافآت لتدقيق المساهمين موافقتهم .

\* يجب تعزيز ممارسات حوكمة الشركات لاسيما من خلال تطوير كفاءات ومسؤوليات أعضاء مجالس الإدارة الذين يجب ان يبقوا على اطلاع دائم على احداث مستجدات القطاع المالي ليتمكنوا من القيام بالمهام المنوطة بهم كما يمكن أن يخضعوا إلى التدريب عند الضرورة ويجب على مجالس الإدارة الإراء تقييم سنوي لأداء اعضائها الذين يجب ان يكونوا مسؤولين أمام المسؤولين.

\*تعد الحوكمة والمحاسبية على مستوى الهيئات التنظيمية من الأساليب والمهمة الواجب إعتماها وتطبيق توجهاتها السارية بشأن الممارسات الجدية كما يدعو إليها بنك التسويات الدولية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية لتمويل الإسلامي يعد مكملا عمليا للتمويل التقليدي وقد أبدى حتى الآن التمويل إسلامي مقاومة كبيرة للازمات المالية المصرفية وذلك نتيجة لترتيبات مشاركة المخاطر والتركيز على الممارسات الأخلاقية في الإستثمار ويتعين على المؤسسات التمويل الاسلامي مواصلة تحسين حوكمة الشركات لديها من خلال

التركيز تحديدا على حقوق الإفصاح لأصحاب الحسابات الاستثمارية وأجور الهيئات التشريعية ودمجها ضمن هيكلية حوكمة الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية فان تطبيق وتطوير التنظيمات الأطر حوكمة الشركات بشكل متجانس والإشراف على الاسواق، يجب ان يشمل هذه المؤسسات بشكل كامل و يكتسب وجود أنظمة فاعلة لحقوق الدائنين وتطوير أطر قوية للإنفاذ وإعادة الهيكلة أهمية خاصة بأن تحديث هذه

(1): رقايعية فاطمة الزهراء ، بومنجل السعيد ، مداخلة بعنوان الحوكمة العالمية مدخل لإدارة الازمة المالية الراهنة، ملتقى وطني الازمة المالية الاقتصادية والدولية ، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 20 و 21 / 10 / 2009 ، ص ص 11،12 . حول :

الأطر يعد الأولويات المهمة من أجل تسهيل وإنفاذ هيكلية الشركات القادرة على الاستثمار والتي تواجه ضائقة مؤقتة أو محتملة ..

-الحوكمة الرشيدة للشركات مهمة ليس فقط للشركات المدرجة وأما أيضا للشركات المملوكة للحوكمة والعائلات وينبغي دمج هذه الشركات في اسواق المال من أجل معاملة القضايا المحتملة لتوارث الشركات المملوكة للعائلات والمحافظة على الثروات وحمايتها برز الإستثمار في الملكية الخاصة مؤخرا كفئة اصول بديلية تخطي بإقبال كبيرة في المنظمة وتقوم بدعم جهود التنمية الاقتصادية الاقليمية والشركات الصغيرة والمتوسطة وينبغي على مديري الاستثمار في الملكية الخاصة القيام بدور محوري في نشر كل مبادئ حوكمة الشركات و افصل الممارسات ضمن مجموعات شركاتهم فيما يتعلق بهيكلية مجلس الإدارة والإجراءات الإدارية ومتطلبات الإفصاح وحماية حقوق المساهمين .

-يستوجب على الشركات التي ترغب في طرح أسهمها للتداول في البورصة أن تلبى شروطا وتفرض مستوى معين من الشفافية والانكشاف يفوق بأشواط الممارسة الحالية ويرتكز مجهود تحضير الشركات لطرح أسهمها في التداول على الشركات المملوكة من طرف الدولة التي تهتم بتفشي الفساد فيها .

- الحوكمة الرشيدة في القطاع الخاص سوف تقود الى المطالبة بالشفافية والمساءلة والتخلي بالمسؤولية في القطاع العام وفي هذا الصدد يقول " هلتن ماكان " نائب الرئيس الأول في شركة " ابراج كابيتال " تعكس حوكمة الشركات كيف تتصرف الشركة عند ما لا يرقبها أحد .

(1) : يوسف حسين كمال ، مداخلة بعنوان : حوكمة الشركات للتصدي المخاطر الازمة المالية ملتقى دولي حول : حوكمة الشركات والازمة المالية مركز قطر المالي الدوحة 9 و 10 / 11 / 2009 . ص 25.

## تمهيد

يمكن للحوكمة الجيدة أن تلعب دورا فعالا في مجالات الإصلاح المالي و الإداري من خلال إحتواءها على آليات لمواجهة الفساد الذي تعاني منه الشركات والأسواق المالية في مختلف بقاع العالم سواء الدول المتقدمة أو النامية بنسبة متفاوتة لما لحوكمة الشركات القدرة على بسبب ثقة المساهمين في القوائم المالية والبيانات

المحاسبة من خلال تبينها لمبدأ الإفصاح والشفافية بالإضافة التي قوانين تعمل على حفظ حقوق المساهمين والعدالة فيما بينهم فيما يخص نشر المعلومات هذا لكن سيؤدي في الأخير التي تنشيط الإستثمار الوطني وجذب الإستثمار الأجنبي وتفعيل سوق الأوراق المالية والوصول إلى مستوى الكفاءة والعمل على تطويرها .

ونظرا الازمات التي تعاقبت على الاقتصاديات العالمية و الانهيارات المدمرة التي تعرضت لها الشركات العالمية العملاقة زاد الاهتمام بالزامية تطبيق مفهوم حوكمة الشركات والعمل على تطويرها لما لها من انعكاسات ايجابية تساهم والحد من الوقوع في مثل هذه الأزمات وقد أكدت ضرورة الحوكمة في ظل هذه الازمات خاصة في الازمة المالية الحالية التي تعد من اخطر الازمات وأشهرها وقعا على العالم بأسره حيث انها انطبقت من الولايات المتحدة والأمريكية من أزمة عقارات لتشمل البنوك والأسواق المالية وصولا إلى أزمة مالية عالمية ، وهنا ظهرت الدعوة إلى ضرورة الجوء إلى آليات حوكمة الشركات وزيادة الإعتماد عليها من أجل محاولة الخروج من هذه الأزمات في ازمات مستقبلا .

## الخلاصة :

إن الفساد المالي والإداري هو خروج عن القواعد الأخلاقية صحيحة وهو ظاهرة انتشرت بين دول لأسباب عديدة مثل برامج الإصلاح الإداري وأساليب مواجهة الفساد كذلك سريعة الإنتشار هذه الظاهرة بين الدول ، غياب حوكمة والافتقار إلى حوكمة الشركات والفساد الاداري تنجم عنه العديد من الأثار سواء كانت عامة او اجتماعية او اخلاقية ... الخ .

وأسواق الأوراق المالية لا تخلوا بدورها من الممارسات اللاخلاقية التي تهدد استقرارها مثل نشر معلومات خاطئة وإتباع اساليب تضليل المالي ، وهنا تظهر أهمية حوكمة الشركات من خلال الآليات الداخلية والخارجية لمواجهة الفساد المالي والإداري .

وحتى تنفادي أسواق الأوراق المالية مثل هذه الأحداث يجب أن يتم وضع هيئات للمنشأة للمعاملات خارج سوق الأوراق المالية تحت اطار تنظيمي على اساس الشفافية والإفصاح ومنه تبقى مبادئ حوكمة الشركات من بين السبل الهامة لتفادي مثل هذه الازمات وغيرها ومن الأزمات الأخرى .

**المبحث الأول : سوق الأوراق المالية الأردنية :**

سوق الأوراق المالية في الأردن ليس حديث النشأة وإنما عرف منذ الثلاثينات وذلك مع ظهور شركات المساهمة العامة والتي كانت تتعامل بالأوراق المالية فيما بينها ونتيجة لهذه التعاملات ظهرت سوق غير منظمة في الأردن ومع مرور الوقت وتغيير الإقتصادية والإصلاحات الهيكلية التي قامت بها الحكومة سعياً للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإفتتاح على العالم الخارجي قامت بإعادة تنظيم سوق أوراق المالية من خلال تقسيم إلى هيئات وإعطاء كل هيئة مهامها الخاصة بها . وتمثلت هذه الهيئات في كل من بورصة عمان هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية .

**المطلب الأول : مفاهيم حول سوق الأوراق المالية الأردنية :**

**أولاً :** نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية : كانت البداية بإنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سببت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية فقد بدأ الجمهوري الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي منذ عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت عام 1951 كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في اردن في اوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب وقد دعت خطط التنمية الإقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذه السوق .

- فقد صدر القانون المؤقت 31 لسنة 1976 م وتم بموجبه تأسيس ما يعرف بسوق عمان المالي (AFM) وكذلك تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/03/1977 كما يأسر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1 .

- فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 9.7 مليار دينار عام 1978 ليصل إلى 10.9 مليار دينار عام 2009 ، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها حوالي 21 مليار دينار مقارنة مع حوالي 286 مليون. (1)

دينار في نهاية عام 1978 وقد كان صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 ومن أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأسمال الاردني ، حيث هدف

(1): الموقع الرسمي لبورصة عمان: [www.ose.com.jo](http://www.ose.com.jo) بتاريخ 2011/04/28 ، على الساعة : 18:00 .

هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأسمال الأردني وإستكمال بنية التحية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية وتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي سوق رأسمال عن الدور التنفيذي والذي يشترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الاوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي وتتولى البورصة عمان ومركز ايداع الاوراق المالية الدور التنفيذي ، بموجب هذه الاهداف قد تضمن القانون انشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

- بورصة عمان سوق الاوراق المالية .
- هيئة الأوراق المالية .
- مركز إيداع الأوراق المالية .

- إنشاء بورصة عمان : توصلت بورصة عمان إعتباراً من 11/03/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح وتجهة وحدية مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في

المملكة الأردنية الهاشمية تخضع رقابة هيئة الأوراق المالية وذلك إسناد إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) ثم صدر قانون .

- الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق في 1997 لتداول الأوراق المالية في المملكة وقد جاء اصدار قانون الاوراق المالية لعام 1997 في الاردن يهدف اعادة هيكلة سوق رأسمال الاردني واستكمال البنية التحتية لسوق الاوراق المالية ليواكب الأسواق المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدور معا ، وقد سلكت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأسمال وتم تأسيس بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقبليين تداران من قبل القطاع الخاص :

- هيئة الأوراق المالية : تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية تتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة وبمركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين وتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال المالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مما يعزز من دورها المستقبلي ويمكنها من تحقيق أهداف الرقابية على مستوى رأسمال بكفاءة عالية وللهيئة مجلس مفوضين حيث تتمثل صلاحيات المجلس

(1): حسين بني هاني ، مرجع سابق ، ص.ص121-123 .

في إعداد مشاريع والقوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة بالإضافة إلى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون تحديد حدود للعمليات التي تنقضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء للمركز وكذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين على الجهات الخاصة لرقابتها .

- مركز ايداع الاوراق المالية : تم انشاء هذا المركز بتاريخ 10/05/1999 بهدف الحفظ الامين الملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ، " ولا يهدف الى الربح " .

**ثانيا : اقسام سوق الاوراق المالية الأردنية :**

يتم تقسيم سوق الاوراق المالية الاردنية كما يلي: (1)

أ- السوق الأولى : وهي التي تتداول فيها أوراق الشركات التي تتوفر على الشروط التالية :

-لا يقل رأسمالها عن 2 مليون دينار رأي حوالي 2.8 مليون دولار

-لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن رأسمال المدفوع.

-تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة وذلك في عامين متعالمين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة .

- توزيع أرباح الاسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال الأعوام الثلاثة .

- مضي عام كامل على الأقل على إدراج اسمها في السوق الثانوية .

ب-السوق الثانوي : تنقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق فرعية وهي :

\*السوق النظامية : ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول بإسهم الشركات المدرجة في السوق ، وتخضع البورصة لإشراف هيئة الأوراق المالية التي ترتبط مباشرة برئيس

الوزراء وشروط الإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي هي :

- أن تكون قد مضي عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي .

- أن تكون الشركات قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي.

- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75 % من رأسمال المدفوع.

(1): رسمية أحمد ابو موسى ، سابق ص ص 87-89 .

- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة كما في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب الإدراج وكذلك حساباتها الختامية الأخرى.....
- أن يكون التداول 10% من مجموع الأسهم المكتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي .
- \* السوق الموازي : يتمثل في ذلك الجزء من السوق الذي يتم التعامل فيه بأسهم لا تتوفر فيها شروط الإدراج في السوق النظامي فهي سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج في السوق النظامي وهي بذلك توفر السيولة اللازمة للشركات وتتمثل شروط الإدراج في هذا السوق فيما يلي :
- أن تكون الشركة مساهمة عامة .
- أن يكون مدفوع 45 % من القيمة الاسمية للسهم .
- أن لا يقل صافي المساهمين عن 40 % من رأسمال المدفوع .
- ان يكون قد مضى عام على مشروع الشركة في العمل .
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة.
- \* سوق السندات : تشمل سندات التنمية وإسناد القرض وأذونات الخزينة وتعتبر هذه السوق ضيقة .
- \* التحويلات خارج القاعة : تتكون من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة والتحويلات الأثرية وتحويلات خارج المملكة بالإضافة إلى تحويلات غير المدرجة وتتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية وعمولات هذا السوق هي أقل من العمولات التي يتقاضاها داخل القاعة ويوفر سوق عمان المالي للمتعاملين بيانات إحصائية مستثمرة تمكنهم من استنباط بعض المؤشرات الملائمة لإتخاذ القرارات الإستثمارية مثل : النشرة اليومية عن الأسعار التي تخص الاسهم المتداولة في السوقين النظامي والموازي ودليل سوق عمان المالي الذي يصدر سنويا شاملا المؤشرات المالية المتعلقة بأداء شركة من الشركات المربحة في السوق بالإضافة إلى مجموعة من النشرات الدورية المتنوعة .

### ثالثا : مميزات سوق عمان للأوراق المالية :

يمكن الإشارة إلى أهم مميزات سوق عمان للأوراق المالية فيما يلي (I):

يوجد العديد من شركات الوساطة العامة ، تقوم بمهام شراء وبيع الأوراق المالية لصالحها عملائها مقابل عمولة محددة كما يوجد به شركات مساهمة خصوصية محدودة المسؤولية تعمل أيضا على بيع أو شراء الأوراق المالية لصالحها عملائها ، أما الشركات المتبقية فهي على شكل شركات تضامن تقوم بإعمال الوساطة لصالح عملائها .

(1): طاهر حيدر حردان : مرجع سابق ، ص 193 .

من أهم المؤسسات الإستثمارية في الأردن المشاركة في سوق عمان هي : مؤسسات الضمان الإجتماعي المؤسسة الأردنية للإستثمار الدولي البنوك شركات التأمين و صناديق الإيداع أن التعامل في سوق الأوراق المالية الأردنية مفتوح لغير الأردنيين وقد شهد سوق عمان المالي طلبا متزايد على المؤسسات المالية الدولية للإستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق وذلك نظر للإرتفاع نسبة العائد فيها مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى .

على الرغم من المستثمرين الأجانب يحق لهم التعامل بالأوراق المالية الأردنية إلا أن ملكيتهم يجب أن لا تتجاوز 49 % من رأسمال المدفوع لأي شركة كما يجوز للمستثمرين الأجانب تحويل الأموال والأرباح الرأسمالية إلى الخارج بدون عائق .

**رابعاً : اهداف سوق عمان للأوراق المالية :** لقد تأسس سوق عمان 1976 كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية واستقلالها المالي وقد باشر السوق اعماله منذ سنة 1978 لتحقيق مجموعة من الأهداف ويمكن تلخيصها فيما يلي (1) :

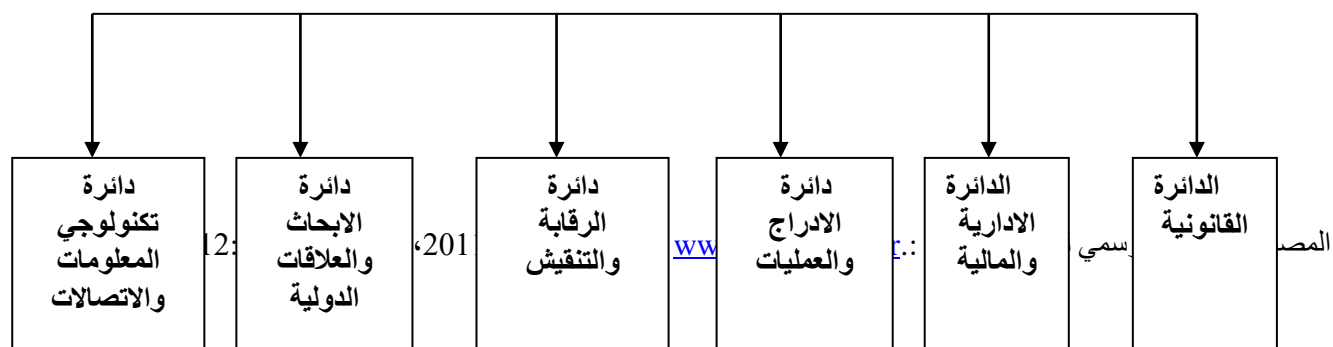
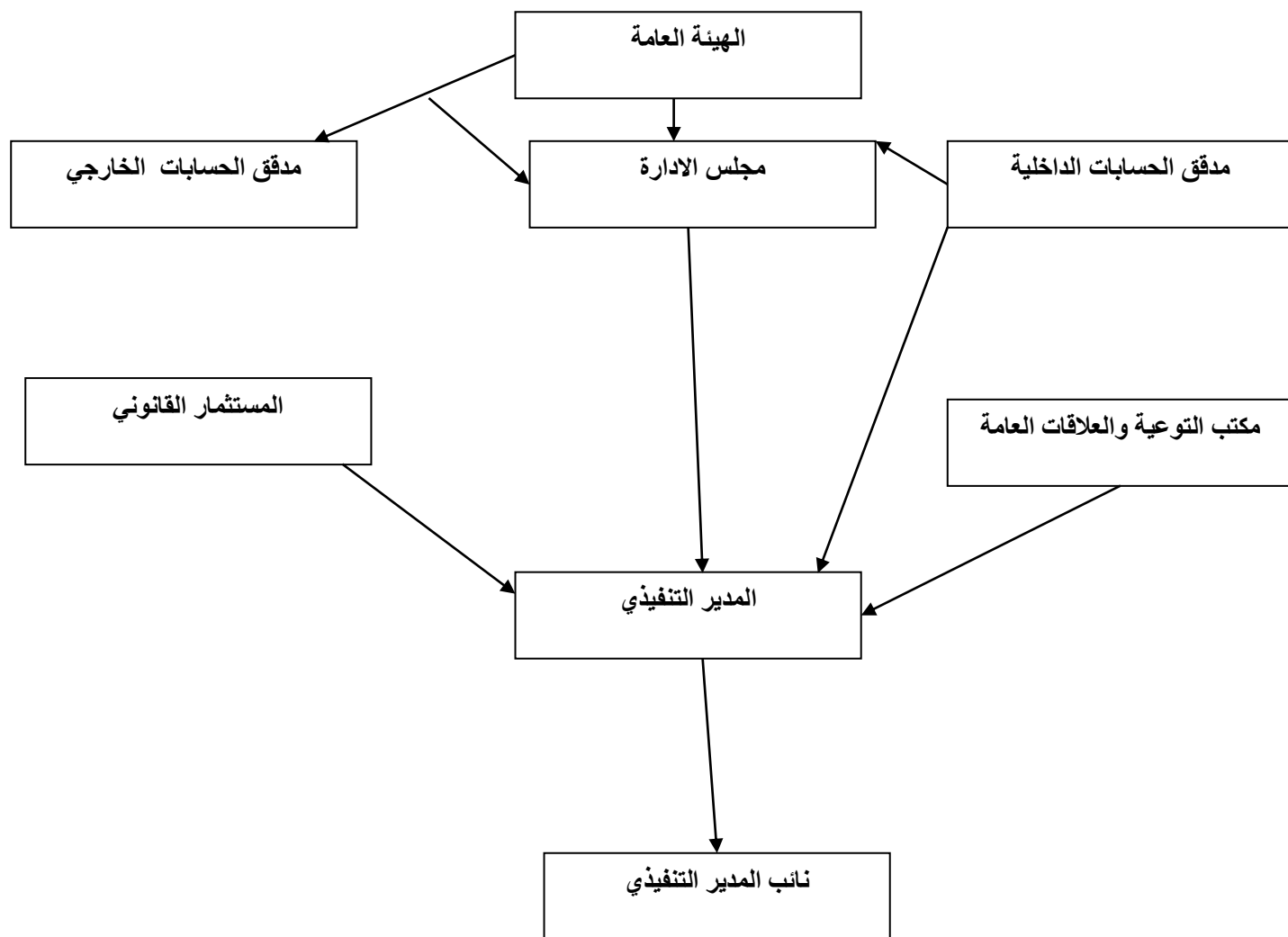
- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني .
  - تنظيم مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته بما يضمن مصلحة البلاد المالية .
  - جمع الإحصاءات والمعلومات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة ونشرها في سوق عمان المالي .
- خامساً : دور بورصة الأوراق المالية الأردنية :**

- يتجلى هذا الدور بالقيام بأعمال سوق الأوراق المالية التقليدية وتوفير خدماتها سواء من ناحية إيجاد قاعدة مناسبة للتداول أو من ناحية نشر المعلومات والأسعار بصورة مستمرة فيما يخص بعمليات تداول الأوراق المالية المدرجة لديه وتحقيقاً لأعمال جانب البورصة فإن اهم اعمال السوق في هذا المجال هي :
- مراقبة وتنظيم وتسوية عمليات بيع وشراء الأوراق المالية التي تجري في قاعة السوق ومراقبة حركة أسعارها بشكل مستمرة وشايعت مدى تطبيق الوسطاء لإجراء التداول المقررة
- تحقيق الرسوم المتوجبه للسوق على عمليات انتقال ملكية الاوراق المالية .
- تدقيق العقود المبرمة في السوق وتسجيلها في سجلات السوق بإرسالها إلى أقسام المساهمين في شركات المساهمة.

(1) : صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سابق ، ص ص 76 ، 77.

- العامة وإستلام السعرات التي تثبت ملكية المساهمين في هذه الشركات وتوزيعها على الوسطاء ليقوموا بدورهم بتوزيعها على عملائهم .
  - مراقبة ومتابعة نشاطات الوسطاء المعتمدة والتأكد من سلامة صحة عملياتها .
  - جمع المعلومات والبيانات المتعلقة بحركة الأسعار وإجراء الدراسات.
  - والأبحاث وتقديم التوصيات بشأن تطبيق الوسائل المثلى للعمل في السوق .
  - وفي مجال تنظيم أعمال البورصة فإن السوق يطبق القواعد والتعليمات التي تحكم وتنظم عمليات التداول بيعا وشراء .
  - بما يحقق مصلحة المتعاملين في السوق كما يقوم بوضع التعليمات التي من شأنها تمنع حصول المضاربات غير المشروعة ومن هذه التعليمات مثلا ما يتعلق بأصول التعامل لصالح محفظة الوسيط وعمليات بيع وشراء الأوامر الخاصة وبالنظر إلى أهمية الوسطاء في حركة التداول في الأوراق المالية وكذلك دورهم في تسهيل عمليات تبادل الأسهم والسندات وقد عمل السوق على تنظيم عمل هؤلاء الوسطاء ووضع الشروط الإضافية لترخيصهم وضمان حسن تعاملهم لصالح المستثمرين (1) .
- المطلب الثاني : الإطار العام لسوق الأوراق المالية:**
- أولا : الهيكل التنظيمي لبورصة الأوراق المالية أردنية .
- يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي :
- شكل رقم 06 الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

(1): طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص195 .





**ثانيا : المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية :**

تتعامل جهات مختلفة في سوق عمان المالي أهمها : البنوك التجارية البنوك الإستثمارية شركات المساهمة وجميع الشركات التي يبلغ رأسمالها 100 ألف دينار وأكثر إضافة إلى الشركات الإستثمارية وهي الشركات المساهمة العامة التي تقوم بعمليات الإستثمار في الأوراق المالية بشكل رئيسي أي أن نسبة تملكها للأوراق المالية يزيد عن 50 % من موجودات الشركة وبذلك تكون الجهات السابقة الذكر أما جهات مقترضة أو جهات مقترضة يتوسط تلك الجهات الوسطاء الماليون فهم من يقومون بحلقة الوصل ما بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية وقد حددت المادة 8 من قانون سوق عمان المالي مهام الوسطاء حسب فئاتهم على النحو التالي:(1)

- إذا كان وسيط يشتري ويبيع الأوراق المالية لصالح محفظته فهو يقوم بدور صانع السوق .
- يمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة وبذلك يشكل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية وبين الجمهور عامة وذلك مقابل عمولة تحدد في إتفاقية التغطية والتي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدار .
- كما يمكن للوسيط أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية ويغلب على الوسيط بهذا الدور أنه يكون شركة إستثمار وطبيعة وحدود الإستشارة التي يقدمها للعميل فتتوقف على شروط الإتفاقية ، وفي المجال يوجد نوعان من الإتفاقيات :
- الإتفاقية الإستشارية : أي ان الوسيط يقوم بدور المستشار بالنسبة للعميل ، حيث يقوم بالإشراف المستمر على إستثماراته ويتخطى وذلك إلى تقديم توصيات محددة بشأن أوجه الإستثمار المناسبة وكذلك سياسيات محددة دون أن يصل دوره في ذلك إلى إتخاذ القرار .
- إتفاقية إدارية : ويمارس بموجبها الوسيط مسؤولية إدارة محفظة العميل وذلك في إطار استراتيجية الإستثمار الخاصة بالعميل ويتعدى إختصاصه في هذه الحالة إلى عقد الصفقات الخاصة لمحفظة العميل سواء بالشراء أو البيع .
- ويتقاضى الوسيط عمولة مقابل خدماته تتحدد فئاتها بمعرفة مدير السوق ، ويتقاضاها أما من البائع أو كليهما مها إذ أقدم خدماته للطرفين معا في عملية تداول واحدة .

(1): رسمية ابو موسى ، مرجع سابق ، ص ص 90-92.

- نظرا لتزايد أهمية الوسطاء في تنشيط أسواق الأوراق المالية فقد تأسست جمعية لوسطاء سوق عمان المالي في عام 1983 وهناك قواعد يجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة ومن هذه القواعد مثلا :
- أن يحرص الوسيط على إنجاز الصفقات المالية التي يتوسط فيها على أرضية البورصة وليس خارجها .
- أن يتعهد بالحفاظ على سرية معلومات العميل
- أيتعهد بعدم جني أرباح سرية من الصفقات التي ينفذها العميل عن طريق بينهما أو شرائها بأسعار مخالفة لتلك المعلنة .
- أن يلتزم بعدم قياسه بدور السمسار والوكيل معا ، وذلك لقطع الطريق عليه للقيام بصفقات لحسابه الخاص
- الإحتفاظ بسجلات ودفاتر منظمة حسب لأصول على أن نخضع جميعها لموافقة الجهات المختصة بالسوق وقد حدث المادة 9 من قانون سوق عمان المالي رقم (1) لسنة 1990 مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في الوسيط . إذا كان شخصا طبيعيا(1) :
- أن يكون أردني الجنسية لا يقل عمره عن 30 سنة .
- أن لا يقل رأسمال عن 10000 دينار أردني .

- ألا يكون أعلن أفلاسه او قد حكم بجنحة أو جناية .
- أن يقدم كفالة مالية لا تقل عن 10000 دينار أردني .
- أما إذا كان شخصا معنويا :
- أن يكون شركة عادية أو مساهمة لا يقل رأسمالها المدفوع عن 10000 دينار أردني وأن لا تقل مساهمة الأردنيين فيها عن 51 % من رأسمال .
- أن نتقدم الأمر لجنة السوق ضمانه مالية لا تقل عن 10000 دينار اردني .
- أن يكون مديرها حائزا على شهادة الثانوية العامة الأردنية او ما يعادلها وأن يكون قد عمل في مؤسسات مالية - مالة أو مصرفية لفترة لا تقل عن خمسة سنوات .
- المطلب الثالث : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية .**
- ومن أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق الأردني نذكر ما يلي :

1): فيصل محمود الشاورة : الاستثمار في بورصة الاوراق المالية الاسس النظرية والعملية - دار وائل للنشر ، الاردن ، 2008 ، ص ص 164- 168 .

- أولاً : الأسهم العادية :** وهي اسهم نقدية ويجوز ان تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على إفساد لا تزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات ، أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبه الشركة .
- بملكية الثاني لهذه الأسهم ، وتشمل على البيانات التالية :
- الإسم الكامل للشركة وموقعها الرئيسي .
  - نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين .
  - تسلسل ملكية السهم ..
- وقد تكون على شكل فئات (فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم أو العشرة وهكذا....) ويتم الاكتتاب ففي هذه الأسهم عن طريق الشركات المالية والبنوك على أن لا يقل عدد الأسهم المكتتب بها عن خمسة ولا يزيد عدد المكتتبين عن شخص واحد في الطلب الواحد وتستمر مدة الإكتتاب عشرين يوماً على الأقل ولا تزيد عن تسعين يوماً .

- ويعد كل تداول للأسهم غير قانوني في أي من الحالات التالية:
- إذا كان السهم مؤشراً عليه بالرهن أو الحجز أو قيد آخر
- إذا لم يكن موجود شهادة للأسهم
- إذا لم يمضي على تأسيس الشركة أكثر من سنين
- إذا كان هناك خطر قانوني على التداول في بعض الأسهم ويستثنى من ذلك الإنتقال للورثة أبين الأصول و الفروع و المؤسسين أنفسهم ، مع ضرورة وضع إشارة الخطر أن كانت موجودة على متن الشهادة و كذلك في سجلات الشركة ، وعند زيادة رأسمال لشركة قائمة فانه يعطي من الإحتياطي ، الإختياري أو من الأرباح المدورة او منه وقد يكون ذلك بعلاوة الإصدار ولا يجوز توزيعها على المساهمين .
- ثانياً : اسناد القرض :** وهي أوراق مالية ذات قيمة إسمية قابلة للتداول و تصدرها شركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمسة سنوات و تتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد سداد هذا القرض و فوائد لشرط الإصدار .

**ثالثاً: سندات المقارضة :** و هي أداة من أدوات التمويل وفقاً لقواعد الإقتصاد الإسلامي و تختلف عن مثيلاتها في ظل الإقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة أقرض بين مصدر ومكتتب تأخذ معني المشاركة وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفاً وإنما يترك أمرها لدى الربح المتحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الاصل وذلك

لإحتمال وجود خسائر وهي وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها فإن إصدارها يتم بإحدى الطريقتين :

- أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الإستثمار ويطلق عليها حين ذلك سندات المقارضة المشاركة .  
- أن تصدر بهدف معين أي لتمويل استثمار محدد ويتم إستردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة للمشاركة في الربح ، وكلنا الحالتين ولا تخضع الأرباح المتحققة عنها لضريبة الدخل ، وكذلك الحال بالنسبة -لأصل القرض وهناك عدة شروط يجب توفرها في الشركات الراعية في إصدار مثل هذه السندات وهي كالتالي :

- أن يكون المشروع أو الإستثمار له جدوى إقتصادية  
- أن يكون المشروع أو الإستثمار مستقلا عن المشاريع الأخرى  
- أن يكون للمشروع أو إستثمار شخصية مستقلة عن بقية المشاريع من حيث السجلات والتقارير المالية .  
رابعا : ادوات الدين العام : وهي عبارة عن ادونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحوكمة للحصول على قروض من الجمهور ويعني الصك أو الكمبيالة الصادر بالنيابة على خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها .  
مجرد التسليم ، وتنص على حق حاملها في استقاء قيمتها الأسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة أما سندات الخزينة " فهي سندات المسجلة او السندات لحاملها الصادرة عن الحوكمة .  
وبالطبع فعن شروط إصدارها تقرر من قبل مجلس الوزراء ولا يجوز بأي حال من الأحوال بعد إقرارها وإعلانها تغييرها أو تعديلها وفي الوقت نفسه لا يجوز أن تزيد في أي وقت من الأوقات عن 25% من معدل الواردات المحلية المحصلة في السنوات الثلاث الأخيرة او إجمالي المبلغ المتداول إيهما أكثر وأن لا يزيد إجماليها عن 20% من النفقات الفعلية للعام المنصرم وكذلك لا يزيد الحد الأقصى لتاريخ الإستحقاق عن خمسة عشر سنة والإكتتاب به لغير المقيمين في الداخل .

#### المطلب الرابع : سوق الأوراق المالية الاردنية : التداول والمؤشرات :

أولا : شروط إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان : إن عمليات إدراج الشركات لأوراقها المالية في بورصة عمان تستوجب عليها توفر مجموعة من الشروط المتمثلة فيما يلي (1) :  
يتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة يعد التأكد مما يلي :  
- تسجيل الأوراق المعنية لدي الهيئة .  
- إيداع الأوراق المالية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.

(1) مرجع السابق ، ص ص169، 170

- عدم وجود أية قيود على نقل الملكية الأوراق المالية المعينة .  
- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعني المقصود في قانون المالية المعمول به .  
- توقيع المصدر إتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية .  
- على الجهة المصدرة تقديم طلب الإدراج لكامل الإصدار مرفقا به جميع الوثائق ولمسندات المطلوبة.  
- على الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج اسهمها في السوق الثاني أن تزود البورصة بالبيانات والمعلومات التالية :  
- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي (1) :  
- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم تابعة أو شقيقة .  
- وصف للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بأدراجها.

- تقسيم مجلس الإدارة مدعما بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والإنجازات التي حققتها ومقارنتها مع الحظة الموضوعية .
- الأحداث العامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج .
- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات القادمة ، الأشخاص الذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة أسماء أعضاء مجلس الإدارة ورتب وأسماء أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم وقبول عضويتهم أيامهم في مجلس إدارات الشركات الأخرى .
- كشف يتضمن أسماء مساهمين الشركة وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم في مجلس إدارات الشركات الأخرى.
- كشف يتضمن أسماء مساهمين الشركة وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة .
- عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشر إصدار (أن وجدت)
- التقرير السنوي للشركة الآخر السنة المالية .

(1): مرجع السابق ، ص 171.

- البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق حساباتها والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ
- تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي سبق تاريخ طلب الإدراج.
- على الشركة المصدرة التي توافق البورصة على إدراج أوراقها الإعلان عن البيانات المالية السنوية والمرحلية وملخص عن تقرير عن مجلس الإدارة وتشمل البيانات المالية مايلي :
- الميزانية العامة .
- حساب الأرباح والخسائر .
- قائمة التدفقات النقدية.
- قائمة التغيرات في حقوق المساهمين .
- الواضحات الضرورية حول هذه البيانات .
- ينتقل إدراج أسهم الشركة إلى السوق الأول إذا تحققت الشروط التالية : (1)
- أن تكون قد مضي عام كامل على الأقل على إدراج اسهمها في السوق الثاني أن تكون الشركة قد حققت أرباحا.
- صافية قبل الضريبة في سنتين متتاليتين على الأقل من خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الأرباح .
- أن لا تقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100 % في رأسمال المدفوع .
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب معا بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن :
- 5% إذا كان رأسمالها 50 مليون فأكثر 10 % إذا كان رأسمالها أقل من 50 مليون دينار
- ينتقل إدراج أسهم الشركة من السوق الأول إلى الثاني في أي من الحالات التالية :
- إنخفاض مما في حقوق المساهمين إلى مادون 75% من رأسمال المدفوع .
- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات مالية .
- إنخفاض عدد مساهمين الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 75 مساهما.
- إنخفاض عدد أيام تداول الشركة خلال آخر إثني عشر شهرا .

(1): الموقع الرسمي لبورصة عمان ، مرجع سابق .

### ثانيا : تداول الأوراق المالية في بورصة عمان :

- تتم عمليات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان بناء على الشروط التالية (1):
- يتم التداول بالأوراق المالية في البورصة من خلال عقود تداول تيرم بين الوسطاء لحسابهم أو لحساب عملائهم
- ويحضر أن يكون هناك إتفاق على سعر يخالف ما ورد في العقد .
- تثبيت عمليات التداول بموجب قيود تدون في سجلات البورصة يدويا أو الكترونيا .
- على الوسيط عدم التصرف بالأموال وعدم التداول بالأوراق المالية الخاصة بأي من عملائه، إلا وفقا لإحكام القانون والأنظمة والتعليمات.
- والقرارات الصادرة بمقتضات وأحكام الاتفاقية الخطية المبرمة معه يستخدم الوسيط أموال العميل لتنفيذ عمليات لصالح العميل نفسه ولا يجوز استخدامها لتنفيذ عمليات لصالح الوسيط أو لصالح الغير على الوسيط أن يضمن الإتفاقية التي يبرمها مع عملية أية المعلومات أو شروط تتطلبها الأنظمة والتعليمات المعمول بها وبخاصة ما يلي :
- إسم وعنوان كل من الوسيط والعملي .
- بيان الخدمة التي يستقدمها الوسيط لعملية .
- بيان العمولات التي سيتقاضاها الوسيط قابل خدماته شرط أن تكون هذه العمولات ضمن الحدود المسموح بها .
- أنواع التفاوض التي يجوز للوسيط تنفيذ أوامر العميل بموجبها .
- خضوع المعلومات السابقة لرقابة البورصة .
- على الوسيط أن يجوز تفويض خطية من عملائه تخول له التصرف بالأوراق المالية بالنيابة عنهم وتعتبر هذه التفاوض ملزمة عنهم .
- على الوسيط أن يقوم بتثبيت التاريخ والوقت عند استلام التفويض مراعاة التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول بما في ذلك التفاوض لصالح محفظة .
- يحدد التفويض السعر الذي يرغب العميل التنفيذ عليه وفقا لأنواع التي تسمح بها لبورصة من حيث السعر .
- على الوسيط إبلاغ العميل بما يلي :
- العمليات الغير منفذة لصالح العميل .

(1): مرجع السابق .

- العمليات المنفذة لصالح العميل فور تنفيذ هذه العمليات أو حسب الإتفاقية المبرمة بينهما .
- يضمن الوسيط سرية المعلومات الموجودة في الإستشارة المالية المعدة للنشر والمتعلقة بورقة مالية وعدم إطلاع أي من - موظفية غير المختصين على هذه المعلومات إلى حين نشرها .
- لموظفي البورصة المسؤولين عن مراقبة التداول الحق في إلغاء الأوامر المدخلة على النظام التداول والمتعلقة بأوامر الشراء والبيع لورقة مالية معينة إذا كانت اسعار او كميات هذه الأوامر يقصد منها تعطيل تداول تلك الورقة المالية للمدير التنفيذي أو من يفوضه خطيا بذلك من موظفي البورصة تعديل سعر الإغلاق إذا تبين بأن السعر الذي تم عليه تنفيذ آخر عملية تداول على ورقة مالية معينة كان يهدف التأثير على سعر الإغلاق لتلك الورقة المالية بحيث يكون سعر الإغلاق هو سعر آخر عملية تم تنفيذها بشكل لا يخالف أحكام التشريعات النافذة للبورصة الحق في طلب كافة الوثائق اللازمة للتأكد من سلامة التداول .
- يتم التداول في البورصة من خلال مجموعات التسعير المختلفة التي يحددها مجلس الإدارة المدخلة في أوامر والشراء أو البيع .

- يتم تسعير الأوراق المالية بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى يتم تسعير الأوراق المالية المصدرة بالدينار الأردني بمضاعفات نقدية عددها عشرة فلوس على أن يقوم مجلس الإدارة بتحديد الضمانات النقدية التي يتم بواسطتها تسعير الأوراق المالية المصدرة بعملات أخرى.
- تقوم البورصة بإلغاء أوامر البيع والشراء المدخلة الى نظام التداول والتي لم تنته مدة سريانها على أية ورقة مالية في اليوم التالي لتوزيع الأرباح النقدية وفي جميع الحالات التي تحتسب فيها البورصة سعرا مرجعيا جديدا بإستثناء حالات التحفظ على الورقة المالية .
- تتولى البورصة تنفيذ عمليات بيع الأوراق المالية التي تتم بأمر من المحاكم او الجهات الرسمية المختصة .

### ثالثا : مؤشرات اداء سوق عمان للأوراق المالية :

نقاس حركة واتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية من معدل المتوسطات والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق وحجمه ومن أهم هذه المؤشرات (1):

أ-الرسوم البيانية : يستعمل العاملون في السوق المالي الرسوم البيانية لتوضيح حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ، وتعتبر هذه الرسوم من الأدوات الهامة التي يستخدمها دعاة التحليل الفني اللذين

(1): حسين بني هاني ، مرجع سابق ، ص ص 132 -136 .

يرون بأن نماذج أسعار الأسهم التي تظهر في الرسوم البيانية من شأنها إعطاء المستثمرين جميع المعلومات اللازمة لبيع وشراء الأسهم في الوقت المناسب ويقول دعاة التحليل الفني بأن المستثمر يمكن أن يقوم به المهم فقط أن يقوم المستثمر بتفسير هذه الرسوم البيانية بمعرفة الخطوة المقبلة .

ب- مؤشر حجم التعامل : يستخدم حجم التعامل في الاسهم في السوق كمؤشر ودليل على مدى قوة السوق او ضعفه ووفقا لمفهوم هذا المؤشر لا فان اتجاه حركة الاسعار صعودا او هبوطا يعتبر دليل قوة اذا صاحبها حجم ضخم من التعامل وإذا لم يصاحب الحركة في الأسعار سواء في إتجاه الصعود أو الهبوط حجم كبير من المعاملات فتعرض وجهة لنظر مؤيدي هذا المؤشر دليلا على ضعف السوق .

\* التحليل الفني ويرتكز على دراسة السجل الماضي لأسعار الورقة المالية وذلك من اجل اكتشاف نمط او نموذج معين يعتمد عليه في تحديد السعر المستقبلي للورقة المالية فهذا المدخل يعتمد على الجوانب العرض والطلب التي تؤثر على اسعار الاوراق المالية .

ج- المؤشرات الاقتصادية : يأخذ مجموع الآراء المكتوبة للعاملين في الأسواق المالية بأن المؤشرات الاقتصادية لها أهميتها في إعطاء دلالة معينة أو تكهنات فيها سوف يكون عليه سوق الأوراق المالية في المستقبل فأعلنت الحكومة عن ميزانية ضخمة فإن ذلك يعني أن أسعار الأسهم سوف ترتفع قريبا ولذلك بسبب أن العديد من المستثمرين سوف يلجؤون بالأموال التي يحصلون عليها الى السوق الأسهم وهذا يؤدي على حالة الأسهم في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالأسعار إلى الإرتفاع وإذا كان هناك تنبؤ يتحسن الظروف الاقتصادية وتوقع زيارة محسوسة في معدلات الربحية للشركات الصناعية وغير الصناعية مع إنخفاض أسعار الفائدة غير المصحوبة بأية اتجاهات تضخمية فإن سوق الأوراق مالية ينبغي أن يتسم بالقوة وعلى خلاف ذلك إذ كان الإقتصاد يعاني من تضخم وإرتفاع في معدلات الفائدة أو البطالة متزايدة فإن السوق في هذه الحالة تكون سوق ضعيفة ويتخض سعر الأوراق المالية فيها إتجاها تنازليا بالإضافة الى ذلك فإن مؤشرات الإنتاج الصناعي الناتج القومي والدخل القومي والمناخ من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على إتجاهات السوق المستقبلية .

د- المؤشرات النقدية والمالية : قد تكون هذه المؤشرات من أهم الأوراق التي تستخدم لمعرفة إتجاه سوق الأوراق المالية وهذا ما يتم ملاحظته على أثر التقلبات في أسعار الفوائد البنكية فعندما ترتفع معدلات أسعار الفوائد البنكية مثلا ، فإن العديد من المستثمرين بمليون إلى تصفية مراكزهم الإستثمارية وتحويلها إلى نقد سائل

بهدف إيداعها في البنوك في شكل ودائع بنكية بمعدلات فائدة عالية ، إذا ما إتجه فعلا عدد كبير من أولئك المستثمرين ببيع أسهمهم فانه ينتج عن ذلك عرض كثيف من الأسهم وبالتالي هبوط في أسعارها

والعكس صحيح والمؤشرات النقدية المالية أيضا كمية النقود المتداولة والتي لها أهمية في الإقتصاديات الكبيرة مثل : الإقتصاد الأمريكي والاقتصاديات الصغيرة كالاقتصاد أردني ، إذ أن من القواعد المعروفة في الاستثمار ان ارتفاع اسعار الاسهم مرادف الارتفاع حجم التداول النقدي أي ارتفاع وانخفاض الاسعار الاسهم يكون بارتفاع وانخفاض حجم التداول النقدي.

### المبحث الثاني : الأردن وحوكمة الشركات :

أصبحت اهمية تطبيق مبادئ الحوكمة في ادارة الشركات في ظل التطورات الإقتصادية الراهنة حاجة ملحة بالإضافة الى الأزمات الناتجة عن سوء الممارسات الادارية ولقد اظهرت الوقائع ان العديد من اقتصاديات الدول العربية وقعت في ازمات نتيجة لافتقارها إلى الحوكمة الجيدة مما الحق اضرارا بالغة بكل من له علاقة بتلك الشركات كما ان الاردن لم تسلم من كل هذه الإضرابات مما ادى بها إلى تطبيق حوكمة الشركات من اجل اصلاح الاختلافات وتفادي الوقوع في الازمات مستقبلا وكذلك من اجل دعم نشاط ورفع كفاءة سوق اوراقها المالية من خلال كسب ثقة المستثمرين للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الاردنية

**المطلب الأول : ظروف الاهتمام بحوكمة الشركات في الأردن .**

أصبحت أهمية تغلغل الحوكمة في أسلوب ونمط إدارة الشركات حاجة ملحة في ظل العولمة وإنفتاح الأسواق فضلا عن الخصوصية والأزمات الاقتصادية الناتجة عن سوء ممارسة سلطات الإدارة هذا وأظهرت وقائع السنوات الأخيرة أن إقتصاديات العديد من بلدان العالم العربي عانت بدورها من عواقب إفتقارها إلى الحوكمة الجدية للشركات الأمر الذي نجم عنه سلسلة من الفضائح والأزمات التي أصابت مؤجرا شركات في بلدان مثل لبنان والأردن وألحقت أضرارا بالغة بالمساهمين والدائنين والمواردين والجمهور ، وتعد الأردن واحدة من الدول العربية التي أخذت على عاتقها وحرصا منها على تجنب الوقوع في الأزمات واحد من أثارها تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة على كل الشركات والمؤسسات في الدولة بإعتبارها هدفا تسعى إلى إنجازه وذلك إقتناعا منها بأهمية هذه القواعد في دعم الإنضباط المؤسسي فضلا عن دورها في تعزيز الشفافية والعدالة والإستقرار والممارسات السليمة للأعمال حيث أشارها أرقام رسمية عن دائرة مراقبة الشركات أن العدد التراكمي للشركات التي تم فسخها في نهاية عام 2005 بلغ 37000 شركة مجموع رأسمالها 1.67 مليار دينار أردني وقد تم فسخ عدد كبير منها بسبب تآكل رأسمالها وحقوق المساهمين فيها وسوء الإدارة كما أنه تم تحويل 50 شركة من ذات مسؤولية محدودة إلى القضاء ليتم تصفيتهم إجباريا منذ بداية عام 2003 نتيجة مخالفتها لإحكام قانون الشركات وعدم تصويت أوضاعها وتشكل هذه الشركات ما نسبته 0.60 من إجمالي عدد الشركات المسجلة ومن هنا ظهرت حاجة لتعديل قواعد حوكمة الشركات في الأردن لتساهم في تخفيض المخاطر وبالتالي تشجيع المدخرات المحلية في سوق ملح رأسمال وتسهيل منح التمويل للتوسيع في

1): عيسى محمد فرحات : حوكمة الشركات ومدى تطبيقها في الأردن ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية تخصص إدارة أعمال ، الأردن ، 2007 ، ص ص 50-55 ، عن موقع : econalsisblog.maktoobol.com ، بتاريخ 2011/04/25، على الساعة 18:45.

المشاريع وتأسيس استثمارات جديدة ومن ثم التأكيد الأردن على أهمية كفاءة الحوكمة في الشركات وذلك من خلال الفهم الواضح لوظائف مجلس الإدارة وأهمية الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة المدير التنفيذي للشركة بالإضافة إلى وضع خطط إستراتيجية في إتخاذ القرارات وتقييمها ومن الأهداف التي تسعى الحوكمة في الأردن إلى تطبيقها في حماية المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات والتأكيد على وجود هيكل تنظيمي جيد فضلا عن سعيها للمحافظة على إستمرارية ونجاح الشركات وعلى سمعتها الإقتصادية وخاصة الشركات المساهمة العامة ومع وجود 272 شركة مساهمة يتم تداول أسهمها في بورصة عمال للأوراق المالية تبلغ قيمتها السوقية 96653 دينار أردني وتعادل 62% من الناتج المحلي الإجمالي ومن هنا تنعكس أهمية موضوع حوكمة الشركات لتعزيز الثقة بالشركات الأردنية مما يساهم فيتشجع المستثمرين في الدخول إلى السوق الأردنية وفي سبيل تنفيذ الأهداف السابقة أصدرت هيئة الأوراق المالية الأردنية في ضوابط حوكمة الشركات بما يتفق مع المبادئ التي أقرتها المنظمات الدولية المعنية والتشريعات المقارنة ويراعي في ذات الوقت الإطار القانوني والأوضاع الإقتصادية والإجتماعية في الدولة وشرعت الهيئة فورا في تطبيقها على الشركات في الدول مع مراعاة التدرج في التنفيذ والدعوة الأردنية إلى تطبيق قواعد الحوكمة الشركات تجلي في السنوات سابقة من خلال المؤتمرات والهيئات التي كانت تسعى إلى للتعريف والترويج المفهوم حوكمة الشركات فمنذ كانت بداية الإهتمام بهذا المفهوم من طرف جمعية حوكمة الشركات الأردنية وأطراف أخرى.

**المطلب الثاني : الهيئات المهمة بنشر حوكمة الشركات في الأردن :**

تتمثل هذه الهيئات فيما يلي :

**اولا : جمعية منتدى حوكمة الشركات الأردنية :**

من أجل تعزيز دور حوكمة الشركات في الأردن لدى الشركات الأردنية تم القيام بتأسيس جمعية منتدى حوكمة الشركات الأردنية وتم تأسيسها بدعم من رجال الأعمال الأردنيين والمشرعين وأساتذة القانون والتجارة في



الجامعات الأردنية من أجل تبني وإتاحة أفكار جديدة تساعد في بلورة هذه الظاهرة لدى الشركات الأردنية ، حيث سعت هذه الجمعية منذ تأسيسها إلى إجراء العديد من الدراسات والأبحاث في المجال حوكمة المؤسسة إضافة إلى مشاركتها في عدد من الملتقيات و المنتديات العالمية والعربية للتعريف بمبادئ حوكمة الشركات وقد شاركت الجمعية في مؤتمر حوكمة الشركات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الذي نظّمته التعاون الإقتصادي الدولية ومركز المشروعات الدولية الخاصة في سبتمبر 2005 حيث

ركزت مشاركة الجمعية في مؤتمر على التحديات التي تواجه تطبيق حوكمة الشركات في الأردن وزيارة الوعي فيها أيضا كالتشريعات التي تنظم حوكمة الشركات التي ترتبط مباشرة بالعقبات التي تواجه بسيادة القانون بصفة عامة ، وكذلك في مجال تنسيق الجهود وبرامج منسقة لتجنب الإزدواج وتحقيق الإستخدام الأمثل للموارد مع الإعتراف بتداخل السلطات والقوانين ذات الصلة ببعضها البعض مما يوجب على الجميع من الجهات المعنية والإتفاق على إستراتيجية شاملة موحدة وتشجيع الجهود والبرامج المشتركة بينما وتشمل الجهات المعنية كل من دائرة الشركات بوزارة التجارة والصناعة والبنك المركزي الأردني مركز الإيداع الأوراق المالية بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية والجمعية الأردنية لحوكمة الشركات ، وقد عقدت جمعية الأردنية الحوكمة الشركات أيضا ورشة عمل بعنوان حوكمة الشركات في الأردن واقع وطموحات بهدف تعزيز مفهومها لدى الشركات الأردنية إضافة إلى قيامها بعمل دراسة مسيحية حول مدى موافقة الشركات الأردنية على تطبيق حوكمة الشركات .

**ثانيا : دور بورصة عمان :** قامت بورصة عمان بالمشاركة في المؤتمر الدولي الذي عقد في القاهرة بعنوان " لماذا تنهار الشركات ؟" وتم التركيز في المشاركة على تعثر الشركات في بعض الدول العربية وأهمية تطبيق مبادئ الحوكمة وذلك من خلال التطرق الى دور الأسواق المالية في حوكمة الشركات والإقتصاد وكذلك تم التركيز على واقع التجربة الأردنية في مجال الحوكمة المؤسسية الرشيدة في مجال تطور نظام ودور سوق عمان المالي إذ تجدر الإشارة إلى أنه تم فصل ادوار السوق الى دورين تنفيذي ورقابي وذلك بإنشاء بورصة عمان عام 1999 وكذلك بإنشاء مركز إيداع الأوراق مالية وهيئة الأوراق المالية لتقوم بدورها الرقابة أيضا هذا وقد تم الإنتهاء من إعداد مشروع " حوكمة الشركات الأردنية " المدرجة في بورصة عمان والذي يركز على أهمية موضوع حوكمة الشركات وكذلك تضمن المشروع وضع العديد من القوانين والتشريعات التي تنظم وتبين مفهوم الحاكمية فيما يتعلق بمبادئها .

### ثالثا : دور دائرة مراقبة الشركة في حوكمة الشركات الاردنية :

إنطلاقا من السعي الدؤوب نحو تنمية وتطوير بنية الأعمال عبر ترسيخ عناصر النموذج الأمن لعملية الإستثمار وتفعيل نظم العمل المؤسسي فقد قامت دائرة مراقبة الشركات بتطوير سياستها الرقابية .  
وليصبح الدور العام لدائرة مراقبة الشركات منصب نحو العمل على تحفيز أدوات البنية الإستثمارية للممارسة لأدواتها بفعالية ولما يحق جدوى الإستثمار وبدعم أمثل وتقديم كافة الخدمات الإستثمارية

(1): مرجع السابق، ص 56، 57.

والإرشادية لإنجاح نشاطها وفي تجربة رائدة النظم وعناصر العمل الرقابي فقد أولت الدائرة مشاكل كل من الشركات المتعثرة أو التي تسير نحو التعثر الأهمية القصوى حيث تم إدراج مجموعة من نظم التحليل المعتمدة دوليا في كشف عن الشركات التي تسير نحو التعثر كما قامت الدائرة بتبني مجموعة من الأدوات الرقابية ونظم المتابعة المستمرة حيث يتم إعلام كل من مجالس الإدارة لهذه الشركات ومدائها و الجهات المشرفة على تنظيم طبيعة عملها بمجمل المشاكل التمويلية والإنتاجية والتسويقية كما يتم مناقشة مجمل الخطط البديلة و التغييرات اللازمة إحداثها على كل من العمليات التشغيلية أو الإدارية والتسويقية ، وتساهم دائرة مراقبة الشركات في الوقت الراهن بفعالية في توفير وتدعيم ووضع البدائل الملائمة لتسوية أوضاع الشركات بدءا بالعمل على قياس جدوى العمليات التشغيلية إتجاه حجم الإستثمارية وصولا إلى العمل على وضع هذه البدائل موضع التنفيذ .

كما تسعى لدائرة مراقبة الشركات نحو :

توثيق الصلابة مع المؤسسات الإستثمارية الكبيرة بهدف إخضاع إستثماراتهم لنظام المتابعة الوقائية وذلك كخدمة من مجموع الخدمات التي تقدمها دائرة مراقبة الشركات لقطاع الأعمال من أجل حماية عناصره من المخاطر المالية وتأمين سلامتها وإستقرارها

-السعي لبلورة ومراجعة القوانين التي تحكم العمل التجاري كقانون الإعسار والإفلاس لضمان مواكبتها لأمس الوقاية الحديثة والتطورات الجديدة التي حدثت في الإقتصاد .

- الإستمرار بفعالية في برنامج توفيق أوضاع الشركات المتعثرة مع إضافة معايير ومؤشرات قياس جديدة .  
العمل مع مجالس ادارة الشركات والمؤسسات المتعثرة على خفض الخسائر الحالية والديون المتعثرة حتى تصل الى مستوى المقبول .

- التخطيط لإحداث نقلة في نوعية الكوادر البشرية العاملة بدائرة مراقبة الشركات من حيث التأهيل والتدريب بمواكبه المستجدات والتحديثات المستقبلية .

- السعي لجذب المزيد لم الإستثمارات عن طريق إبراز وتدعيم اطر عمل انظمة التحكم المؤسسي وفيما يتعلق بدور دائرة ومراقبة الشركات بوزارة التجارة والصناعة فقد تم تعديل قانون الشركات فيما يتلاءم مع الواقع الحالي فيما يخص حوكمة الشركات وذلك من خلال بيان الأسس والقواعد الرشيدة التي ينبغي الشركات الإلتزام بها من أجل صحة وسلامة الشركات المدرجة في البورصة إذا تطرق قانون الشركات وتعديلاته رقم 22 لسنة 1997 إلى مبادئ حوكمة الشركات . الرشيدة بما يتطابق مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية .

(1): مرجع السابق، ص 58.

#### رابعا : دور وزارة التجارة والصناعة في حوكمة الشركات الأردنية :

ضمن أعمال المنتدى الأردني لحاكمية الشركات الذي نظمه مركز الجديد للدراسات ومركز المشروعات الدولية الخاصة في 2005/02/22 أكدت وزارة الصناعة والتجارة على أن موضوع حوكمة الشركات أو الحاكمية المؤسسية بأن يشكل جزء من ثقافة الإستثمار لتسويق وإستثمار إمكانيات الأردن على الصعيد الوطني والخارجي وإعطاء مصداقية حقيقية عن أوضاع الشركات على إختلاف أنواعها لكي تتأني بنفسها عن الإنحراف عن المسار الإداري والإقتصادي السليم ويساعدها على تجنب الدخول في مرحلة التعثر والإنهيارات المفاجئة إذا أن موضوع الحاكمية المؤسسية أصبح له أهمية في التأسيس لإدارة جيدة للمؤسسة الحكومية او غير الحكومية على أسس من القرارات الرشيدة التي تسند إلى قواعد الشفافية والمساءلة تم التركيز أيضا على أن موضوع حوكمة الشركات يعني الإدارة الجيدة أو الناجحة حتى بفي الشركات نامية ومزدهرة وتحقق مزيدا من العوائد وتم التأكيد على أنه لا بد من تأسيس الحاكمية الرشيدة على أسس تقوم على ترشيد نشاطاتها في مجالس إدارتها وحماية جمهور المساهمين فضلا عن تبني سياسة الشفافية والمساءلة إستنادا لروح القانون على إختلاف أنواعها من البيئة القانونية والإدارية حيث ان هناك منظومة من القوانين التي جسدت هذا المفهوم كقانون الشركات وقانون الاوراق المالية قانون البنوك قانون تنظيم أعمال التأمين إذ أن تزايد قانون الاستثمار العالمي في الأسواق الناشئة يحتم على الشركات إتباع أسس و سياسات متعددة لحكم عملها لمبادئ الحوكمة المؤسسة التي أصبحت وسيلة مهمة الإثبات ممارساتها مما يساعد على خلق أسواق شفافية و كفاءة ذات سيولة عالية وإعتبرت الوزراء وإدارة البورصة عمان ان مبادئ الحوكمة أصبحت من أهم العناصر الداعمة العملية الإصلاح في إقتصاديات الدول بوضعها الإطار الذي يحمي مصالح الأطراف المتهممة في التعامل مع الشركة و تنظيم العلاقات و تيسر العمل في الشركات في إطار واضح يحدد الحقوق و الواجبات و المؤسسات الملقاة على عاتق الإدارة و المساهمين بالإضافة إلى تنظيم العلاقة القائمة بين إدارة الشركة التنفيذية في مجلس إدارتها ولجنة التدقيق فيها علاوة على تعزيز الرقابة على إدارة الشركة من خلال وضع قواعد وأسس تلتزم بها الإدارة في إطار ذاتي مهني أخلاقي كما تعمل على حماية حقوق الأقلية في الشركة من خلال حمايتها من سطوة

الأكثرية ، ومع لفت الإنتباه إلى أن الإلتزام بالمعايير الدولية للحوكمة المؤسسية يعمل على زيادة الثقة في الإقتصاد وفي سوق رأسمال وبالتالي زيادة جاذبية للإستثمارات المحلية والخارجية وزيادة مقدرته التنافسية. (1)

(1): محمد عماوي : المدونة القانونية - قواعد الحوكمة في الشركات الأردنية - ، ص 30 ، عن موقع : www.amawi.info ، بتاريخ : 2011/04/27 ، على الساعة: 16:30.

### المطلب الثالث : قواعد الحوكمة في قانون الشركات الأردنية :

لتكريس العمل الرقابي والمحافظة على حقوق المساهمين وأصحاب المصالح والسمعة الإقتصادية للأردن ثم إنشاء وحدة متخصصة للشركات المتعثرة أو التي تسير نحو التعثر من خلال مايلي (1) :

-إتباع التحليل المالي وفق معايير المحاسبية الدولية

-تبني مجموعة من الأدوات الرقابية

-نظام المتابعة المستمر

-وضع الحلول الملائمة لتصويت أوضاع الشركة المتعثرة كما تهدف دائرة مراقبة الشركات في مجال الحوكمة إلى الأمور التالية :

-أعمال التشاور بين الدائرة والشركات الأعمال نظام الرقابة الوقائية

-مراجعة القوانين التي تحكم العمل التجاري حيث يتم إعداد مشروع قانون الإعسار الذي يعالج حالات إعادة الهيكلة ونظام النصفية والإفلاس بحيث تكون ضمن قانون الشركات الأردنية ويتلاءم مع الواقع الحالي فيما يخص حوكمة الشركات وذلك من خلال الأسس و القواعد الملزمة للشركات في إتباعها حيث تطرق قانون الشركات الأردني إلى مبادئ الحوكمة الرشيدة وذلك في الأمور التالية :

-بحق لكل شركة الإعتراض على تسجيل شركة إذ كان الإسم الذي سجلت به مماثلاً لأسهمها أو يشبه إلى درجة قد تؤدي إلى اللبس والغش

-إلزام المفوض بإدارة شركة التضامن أن يقدم للشركاء فيها حسابات صحيحة عن أعمال الشركة ومعلومات وبيانات مراقبة عنها بصورة دورية ولكما طالب من الشركاء أو أي منهم يجوز عزل المفوض بالتوقيع عن الشركة بموافقة جميع الشركاء أو بقرار يصدر عن أكثرية تزيد عن نصف عدد الشركات و يملكون أكثر من 50% من رأسمال الشركة إذا أجاز عقد الشركة ذلك لا يجوز للشريك في شركة التضامن أو المفوض بالتوقيع عنها القيام بأي من الأعمال التالية إلا بموافقة منبثقة من جميع الشركات :

- عقد أي تعهد مع الشركة للقيام بأي عمل .

- ممارسة عمل أو نشاط ينافس به الشركة .

- عقد أي تعهد أو إتفاق مع الغير يدخل ضمن غابات الشركة .

- الاشتراك في شركة أخرى تمارس أعمال مماثلة أو متشابهة لأعمال الشركة.

(1): مرجع السابق، ص 31.

- إلزام شركة التضامن بحفظ قيودها و سجلاتها بمركز الرئيسي و إذا كان رأسمالها من 10 آلاف دينار اردني الزمها بحفظ دفاتر وسجلات محاسبية منظمة بصورة أصلية أما إذا بلغ رأسمالها 100 الف دينار تلتزم شركة التضامن بتعيين مدقق حسابات قانوني تخضع الأسهم العينية الرقابة من قبل مراقب عام للشركات للتأكد من صحة تقديرها وله صلاحية تشكيل لجنة من ذوي الخبرة و الاختصاص و يتمتع مالكو الاسهم العينة بالحقوق التي يتمتع بها أصحاب الحصص.

- تلتزم إدارة الشركة إعداد الميزانية السنوية للشركة و حساباتها الختامية بما في ذلك حساب الأرباح والخسائر و الإيضاحات اللازمة وبيان تدفقاتها النقدية جميعها من متدفق حسابات قانوني وكذلك إعداد التقرير السنوي

عن أعمال الشركة و توقعاتها المستقبلية للسنة قبل نهاية الأشهر الثلاثة الأولى من السنة المالية الجديد و تقديم نسخة منها إلى المراقبة مرفقة بها التوصيات.

يحضر مدير الشركة أو أي عضو من اعضاء هيئة المديرين تولى وظيفة في شركة أخرى ذات غايات مماثلة أو منافسة لأعمال الشركة أو يكونوا أعضاء في مجالس إدارة شركات أخرى ذات غايات مماثلة أو منافسة لإعمال الشركات إلا بموافقة الهيئة العامة غير العادية.

-يتوجب على إدارة الشركة الإحتفاظ بتسجيل خاص للشركات و المساهمين يبين في جميع الأمور المتعلقة به ويحق للشريك الإطلاع على هذا السجل بنفسه أو بواسطة من يفوض خطيا بذلك .

-إلتزام مجلس الرقابة في شركة التوصية بالأسهم بتقديم تعزيز في نهاية كل سنة مالية عن أعمال الرقابة التي قام بها ونتائجها وبعرض هذا التقرير على الهيئة العامة بإجتماعها السنوي .

- يتوجب على مجلس الإدارة وإعداد تقرير كل ستة أشهر يتضمن المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدقيق النقدي والإيضاحات المتعلقة بالبيانات المالية مصادقا عليها من مدقق حسابات الشركات ويزود المراقب وهيئة الأوراق بنسخة منها .

- بحق للشركة بموافقة الهيئة العامة تخفيض رأسمالها شريطة لإعلان عن ذلك بالصحف المحلية يحق للدائن الطعن بذلك أمام المحكمة ولا يقف الطعن إجراءات التخفيض إلا إذا قررت المحكمة غير ذلك .

- ينشأ حق المساهم في الأرباح السنوية بصدر قرار الهيئة العامة بتوزيعها ويكون الحق في الربح إتجاه الشركة بمالك السهم بتاريخ إجتماع الهيئة العامة التي تقرر فيه توزيع الأرباح على أن تلتزم الشركة بتوزيع الأرباح خلال 60 يوم و 45 يوم من تاريخ إجتماع الهيئة العامة .

(1):جليل ظريف ، مداخله بعنوان : تعثر الشركات في بعض الدول العربية واهمية تطبيق الحوكمة ، مؤتمر دولي: لماذا تنهار بعض الشركات ؟ - التجارب الدولية والدروس المستفادة ، مركز المشروعات الدولية الخاصة -، مصر 2007/3/30 ، ص 30 ، 31 عن موقع : [www.cipe.arabia.org](http://www.cipe.arabia.org) ، بتاريخ 2011/04/27 ، على الساعة 20:30.

- يحق للمساهمين يملكون أكثر من 20% من الأسهم الممثلة بالإجتماع الإعتراض على أي بند من بنود نفقات التأسيس وعلى المراقب التأكد من صحة الإعتراض وتسويته إذ لم يتمكن طلب دعوة لدى المحكمة

- عند تقديم الشركة المساهمة العامة بطلب للحصول على حق الشروع بالعمل فالمراقب التحقق من أن الشركة لم تعقل في مرحلة التأسيس عن تطبيق أي نص أو حكم قانوني أو خالفت مثل ذلك النص أن تبين وجود إغفال فعلية أن ينذر خطيا لتصويت أوضاعها .

-إلزام مجلس الإدارة بنشر الميزانية العامة للشركة خلال مدة لا تزيد عن 30 يوما من تاريخ انعقاد الهيئة العامة .

-يتوجب على مجلس الإدارة ان تضع قبل موعد إجتماع الهيئة بثلاثة أيام على الأقل كشف مفصلا لإطلاع المساهمين وتزويد المراقب منه تتضمن مايلي (1):

-جميع المبالغ التي حصل عليها كل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة خلال السنة المالية للشركة من أجور وأتعاب ورواتب وعلاوات ومكافآت وغيرها .

-بيان أسماء أعضاء المجلس وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم ومدة عضويته

-لايجوز للشخص أن تكون عضوا في أكثر من خمسة مجالس للإدارة بصفته الشخصية أو بصفته ممثلا لشخص إعتباري وعلى العضو إعلام المراقب خطي عن أسماء الشركات التي يشترك في عضو ويته مجالس إدراتها

-لا يجوز للمدير العام أن يكون مدير الأكثر من شركة مساهمة ويتوجب على المجلس إعلام المراقب بتعيينه أو إنهاء خدماته اذا تعرضت الشركة لأوضاع مالية أو إدارية سيئة تؤثر على حقوق المساهمين أو قيام مجلس

الإدارة أو أي عضو باستغلال صلاحياته فللوزير بعد التحقق من صحة ماورد بالتبليغ بحل مجلس الإدارة وتشكيل لجنة من ذوي الخبرة يتوجب على المدقق في حال إطلع على أي مخالفة إرتكبتها الشركة ذات أثر سلبي على أوضاع الشركة المالية أو الإدارية أن يبلغ المراقب والهيئة والبورصة حالة إطلاعه أو إكتشافه لتلك الأمور .

-فرضت عقوبات على المدقق ومجلس الإدارة وأي شخص يقوم بإصدار بيانات غير قانونية وكم معلومات أو خالف أحكام القانونين والأنظمة والتعليمات المعمول بها .

-يتضح مما سبق بأن قانون الشركات كرس في معظم مواد مبادئ الحاكمية الشريفة لأن الحاكمية المؤسسية باتت أمرا مهما من ثقافة الإستثمار لتسويق وإستثمار الإمكانيات المملكة الاردنية على الصعدين

(1): مرجع السابق، ص 32.

الداخلي والخارجي وإعطاء صورة حقيقة عن أوضاع الشركات على إختلاف أنواعها وتجنبها الدخول في مرحلة التعثر والإنهيارات المفاجئة .

### المطلب الرابع : حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية الأردنية

#### أولا : الحوكمة وشروط القيد في البورصة الأردنية

تعد الحوكمة من أهم الشروط التي تتقيد بها الشركات حتى يمكنها طرح أوراقها المالية بالبورصة ولهذا الفرض يصبح من واجب سلطات الضبط المتمثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أن تلزم الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد ، هذه القواعد نجد أنها تطبق على المستوى العالمي على الشركات وتتمثل هذه القواعد فيما يلي (1):

ضرورة تقديم سيرة ذاتية عن كل مشرع لعضوية مجلس إدارة الشركة إلى المساهمين إذا أتمت دعوتهم لتصويت على أعضاء المجلس كما يتوجب أن تكون للأعضاء غير التنفيذيين خبرات أو مهارات فنية أو تحليلية من شأنها أن تقدم للمجلس والشركة دفعا إيجابيا على الشركات المدرجة في السوق الأردني تزويد البورصة بتقارير ربع سنوية مراجعة من قبل مدقق حسابات تلك الشركات وقد ألزمت أيضا بتزويد البورصة بهذه التقارير بضمن الموعد المحدد لذلك .

-إلزام الشركة المدرجة في بورصة عمان بالإفصاح عن النتائج الأولية وأعمالها خلال 45 يوم من نهاية العام وتقارير ربع سنوية ونصف سنوية بالإضافة إلى التقارير السنوية .

-تحديد أنواع الأوراق المالية التي يمكن إدراجها في بورصة عمان

- تحديد الجهات ذات العلاقة التي تخضع لها الشركات المدرجة في بورصة عمان .

- تحديد الجهات ضمن القطاعين العام والخاص والتي لها علاقة بتطوير مبادئ حوكمة الشركات

- تحديد حقوق صغار المساهمين

-تطبيق عقوبات على الشركات غير الملتزمة بقواعد الحوكمة بحيث تتراوح هذه العقوبات بين الغرامات المالية والإيقاف ومن بين الجزاءات التي تتعرض لها الشركة الإعلان عن الشركات التي لم تلتزم بقواعد الحوكمة مع التشديد على أن الشطب من البورصة يعد عقوبة غير مستبعدة عند هذه الشركات

#### ثانيا : تقييم سوق الأوراق المالية الأردنية بعد حوكمة الشركات:

أعلنت هيئة الأوراق المالية أن القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قد ارتفعت من 4.1 مليار دينار عام 1999 إلى 25.4 مليار دينار نهاية 2008 .

(1): جريدة القيس : أبرز المحطات الاقتصادية في الاردن لعام 2009 -تطبيق حوكمة الشركات ، ضريبة الدخل وتخفيض سعر الفائدة الكويت : 2009/12/29 ، العدد 13123 ، ص 11 ، عن موقع : [www.alqabas.com](http://www.alqabas.com) ، بتاريخ : 2011/04/29 على الساعة : 14:00 .

وبناء على الإحصائيات الصادرة عن البورصة والمتعلقة بالإستثمار الأجنبي في بورصة عمان فقد أظهرت أن قيمة الساهم المشتريات من قبل المستثمرين غير الأردنيين منذ بداية العام 2009 وهي نهاية شهر مارس قد بلغت 769.3 مليون دينار مشكلا ما نسبته 28 % من حجم التداول الكلي وفي حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم النفس الفترة 744.6 مليون دينار وبذلك يكون صافي الإستثمار غير الأردني منذ بداية العام 2009 حتى نهاية شهر مارس قد ارتفع 24.8 % مليون دينار مقارنة مع ارتفاع قيمته 24.5 مليون دينار للفترة نفسها للعام 2008 وفيما يخص السوق الأردني وبورصة عمان فقد أظهرت بيانات رسمية صادرة عن مركز إيداع الأوراق

المالية الأردنية وأن الكويتيتين احتلوا المرتبة الأولى من حيث المستثمرين وعدد المساهمين في البورصة الأردنية خلال الأشهر التسعة الأولى من العام 2009 ومن نظائرهم غير الأردنيين حيث بلغ عدد المستثمرين الكويتيين في سوق الساهم الأردنية خلال الأشهر التسعة الأولى عام 2009 بـ 3.2 ألف مساهم يمتلكون 378.3 مليون سهم بقيمة 1.9 مليار دولار تشكل 6% من إجمالي الإستثمارات غير الأردنية في البورصة أما فيما يخص عدد الشركات المدرجة في البورصة فيلاحظ انه في تزايد مستمر حيث كان في سنة 2003 حوالي 161 شركة وارتفع في سنة 2005 إلى 245 شركة ولبصل إلى 626 شركة في سنة 2008 وقد بلغ 272 شركة 2009 وهذا إن دل على شيء فهو يدل على أن أسواق الأوراق المالية أصبحت تبعث الثقة بالنسبة للمؤسسات بعد تطبيق حوكمة الشركات ولهذا فعدد الشركات الأردنية المدرجة في البورصة في تزايد من سنة إلى أخرى ومن أجل تعزيز أسس الإفصاح والشفافية لسوق الأوراق المالية الأردنية وتوفير سوق عادل وكفء للأوراق المالية ، وتلبية احتياجات ومطالبات المستثمرين العرب والأجانب والتهمين بالسوق الأردني فقد قامت البورصة بتوقيع اتفاقية لبث التداول مع الشركة " يلو ميرج " وهي عبارة عن إتفاقية توزيع معلومات التداول الفورية مع الشركة " بلومبرج " عبر شبكاتها المنتشرة في العالم وقد أجريت دراسة حول مدى تطبيق المؤسسات الصناعية الأردنية لقواعد الحوكمة الشركات وقد استخلص منها ان الشركات الصناعية الأردنية تتمتع بمستوى عالي من الحوكمة المؤسسية يصل بالمتوسط إلى 63% ولم يكن الإنحراف المعياري كبيرا بين الشركات اذ تميزت جميع الشركات الصناعية الأردنية بمستويات متقاربة من الحوكمة المؤسسية (1)

(1): عن موقع صندوق النقد العربي : [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) ، بتاريخ 2011/04/26 ، على الساعة 13:30.

### ثالثا : الصعوبات التي تواجه حوكمة الشركات في الأردن :

أن عملية تطبيق حوكمة الشركات في الأردن تواجه عدة عراقيل تصعب من عملية تجسيدها ويمكن إيجاز بعض هذه العراقيل والصعوبات فيما يلي (1):

- عدم الفصل بين دائرة الملكية والإدارة وعدم الفصل بين مهمة مجلس الإدارة التنفيذية وعدم الفصل أيضا بين وظيفة مجلس الإدارة المدير أو نائب رئيس مجلس الإدارة
- موضوع تدقيق الحسابات من المواضيع المهمة جدا التي تتعلق بحوكمة الشركات لأن مدقق الحسابات ليس له قوى على الشركة التي يدقق حساباتها وبالتالي هو أصبح مرهون بالإتعايب التي تعطيها الشركة له وهي أتعاب غير كافية وبالتالي دور مدقق الحسابات دور مهم جدا
- عدم وجود تدقيق داخلي الكثير من الشركات وكذلك لجان الرقابة
- عدم ربط المكافآت بالأجل القصير بل لا بد من ربطها بالأجل الطويل ولا بد من ربطها بإستراتيجية أجهزة الرقابة الخارجية والداخلية عن الإسهام الحقيقي في تحديد وإبراز مشاكل الشركات
- تشتت وتوزيع مبادئ الحوكمة المؤسسية في أكثر من قانون أو نظام (قانون الشركات ، قانون السوق المالي ) وعدم تجمعها في قانون واحد ، فاحتفظ الأمر على البعض ما هو إلزامي وما هو غير إلزامي .

(1): عماد محمد علي أبو علبية ، محمد علام ، مداخلة بعنوان : أثر الحوكمة المؤسسية على إدارة الأرباح ، ملتقى وطني حول : الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2009/10/20، ص 12 .

### المبحث الثالث : الجزائر وحوكمة الشركات :

إن الجزائر كغيرها من الدول النامية تعاني من مشكلة الفساد وبمختلف إشكالاته الذي كان عائقا حقيقيا يحول دون النهوض بمختلف القطاعات الاقتصادية لها وبالرغم من الجهود التي بذلتها الدولة محاولة منها محاربة هذه الظاهرة إلا أنها كانت دون جدوى ومن هنا دعت الحاجة إلى ضرورة تبني الجزائر اليات جديدة قواعد هامة و التي يمكن ترجمتها في قواعد حوكمة الشركات فهذه الأخيرة أصبحت منفذ العديد من الاقتصاديات للنهوض ي بها خاصة من أجل ترقية قطاعها المالي وخاصة سوق الأوراق المالية الذي يكاد ينعدم في الجزائر .

### المطلب الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر :

أولاً: تعريف بورصة الجزائر: تعرف بورصة الجزائر من خلال بعدين (1):

التنظيمي-البعد الأول : القانوني : حسب القانون التشريعي رقم 93-20 المؤرخ في 23 ماي 1993 هي الإطار ولتسييري للعمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المصدرة من طرف الدولة الهيئة المحلية والشركات ذات أسهم تعرفها الجزائر العاصمة تتضمن هيكلين هما :

-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة cosob .

-شركة إدارة القيم المنقولة " saub .

-البعد الثاني : الاقتصادي تعتبر البورصة كقسم من سوق رأس المال ويتمثل : نشاطها في :

- تشكيل قناة قصيرة بين الإستثمار والادخار .
- وسيلة للسيولة الخاصة بإدخار المستثمر في الأجل الطويل
- وسيلة لقياس أصول المؤسسات والخصوصية وتكثف المؤسسات
- كما يعرفها المحللون الماليون بأنها مجموعة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية التي تتحول إلى سعر .

ثانياً: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسيير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما : (2)

-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة cosob .

-الشركة تقييم القيم المنقولة sgbvm وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في أسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح أي اعتماد وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط رأس المال الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة ومن بين مهامها :

(1): شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص 144 .

-الوظيفة القانونية : تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بين تقنيات لهم ويأتي على الخصوص :

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد اسعارها .
- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة .
- تنظيم عمليات المقاصة .
- وظيفة المراقبة : تتأكد هذه اللجنة من ان الشركات المقبولة تتداول قيمها في السوق المالية وتقييد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والمراقبة وعمليات نشر قانونية .
- الوظيفة التأديبية والتحكيمية : فهي المؤهلة المعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية ، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- المتدخلون في بورصة الجزائر :
- ويمكن حصر المتدخلون في بورصة الجزائر فيما يلي (1):
- الوسطاء في البورصة هم: فئة من المتدخلون في السوق القيم المنقولة والتي تحذر تداول المنتجات المالية في البورصة إذا لا يجوز القيام بأي عمليات تفاوض على القيم المنقولة في البورصة إلا بواسطة هؤلاء الوسطاء ويتم اعتماد هؤلاء الوسطاء في البورصة وفقا للشروط التالية :
- حيازة رأس مال ادني محدد من طرف اللجنة
- حيازة هياكل ووسائل تقنية ملائمة للممارسة النشاط
- توفر النزاهة والكفاءة اللازمة في أعوانهم
- الاكتتاب و تأمين ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال.
- الاكتتاب في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم .
- دفع مساهمة في صندوق الضمان .
- احترام القواعد المحددة من طرف لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتعلقة بالانضباط والمخالفات وكيفية الحكم.

(1): مرجع السابق، ص 145.

- المستثمرون الطبيعية يوجد نوعان من المستثمرين في سوق القيم المنقولة
- المستثمرون ذو الشخصية الطبيعية
- المستثمرون ذو الشخصية المعنوية
- ويتمثل النوع الأول في أولئك المستثمرين الأفراد الذين يستثمرون أموالهم اما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشرة من قبل صاحبها او مسيرة من قبل وسيط في عمليات البورصة بموجب توكيل
- أما النوع الثاني : فيتمثل على وجه الخصوص في البنوك شركات التأمين هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة .
- المصدورون : تتمثل هذه الفئة في الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق وذلك من خلال عمليات اللجوء لإدخار هو عمليات عرض عمومي للبيع ويتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في البورصة الدولة الجماعات المحلية الشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية والبنوك التجارية العمومية إضافة إلى المؤسسات الخاصة حيث سمح قانوني الاستثمار لهذه الأخيرة بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تقيم رأسمالها للمساهمة الخاصة وذلك بعد تغيير تابعها القانوني.
- ثالثا : شروط الإدراج في بورصة الجزائر :



- هناك شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج وأخرى خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:  
 شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج وهي : (1)  
 - لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم  
 - لا بد أن تحدد قيمة كل سهم  
 - القيم التي تزيد في رأسمال لا يمتن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة  
 - الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع 100 حامل على الأقل وأخر أجل يوم دخولها بالتفاوض البورصة .  
 - القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا بد في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك .  
 شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج :  
 - الحد الأدنى رأس مالها 100 مليون دينار .

1) : Mansour manoir : la bourse des valeurs mobilite dalger , édition distbuton. alger. P22-24

- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل  
 - نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة  
 - تقديم جملة من المعلومات تحدها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة  
 - أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحا خلال الدورات السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول .  
 - إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دواخلها إلى البورصة .

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير معاين  
 - أن تقديم دليا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها  
 رابعا : الشركات المسجلة في البورصة:  
 تتمثل الشركات المسجلة في بورصة الجزائر فيما يلي : (1)  
 \* الخطوط الجوية الجزائرية: هي شركة الطيران الوطنية الجزائرية ذات اسهم براس مال قدرة 43 مليار دج  
 ولقد اطلقت الخطوط الجوية الجزائرية اول قرض سندي للعموم بقيمة : 14.1 مليار دينار خلال سنة سنوات بقيمة متدرجة في 01 ديسمبر 2004 وفي 12 فيفري 2007 قهرادراج الخطوط الجوية الجزائرية لبورصة الجزائر بمعدل دخول قدره 101% .  
 - خصائص القرض السندي :

- المدة : 6 سنوات .  
 -قيمة الاصدار : 14184120000  
 - الفائدة تدريجية 3.75% (في السنتين الاوليتين) 4.5% (السنة الثالثة والرابعة ) 6% السنة الخامسة والسادسة .

- تعيين نوع الورقة وكميتها : او نوع وكمية الورقة المراد شراء ها :  
 - سعر العملية : تقبل شركة تسيير بورصة القيم نمو معين لتحديد السعر (بسر افضل)  
 أي الزبون يقبل التنفيذ بسعر السوق.  
 تاريخ الاصدار : 2004/12/01 تاريخ الاستحقاق 2010/12/01 .  
 - مدة القسيمة : سنوية .

(1): الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: [www.sgbu.dz](http://www.sgbu.dz)، بتاريخ 2011/04/22، على الساعة 16:45.

\*اتصالات الجزائر: شركة ذات اسهم برؤوس اموال عامة تعمل في سوق الشبكات وخدمات الاتصال الالكتروني بدأت النشاط رسميا في 2003/01/01 وقد اطلقت اتصالات الجزائر اول قرض تسدي للعموم في 2006/10/17 وقد تم ادماج اتصالات الجزائر ضمن بورصة الجزائر بمعدل دخول قدره بـ 100.80 % في 22 نوفمبر 2006.

- خصائص القرض السندي :

- المدة : 05 سنوات - قيمة الاصدار : 2158560000 دج

- الفائدة : تدريجية 4% (في السنتين الاوليتين) 04.5 % (السنة الثالثة والرابعة) 7.9 % (السنة الخامسة)

- تاريخ الاصدار : 2006/10/17 - تاريخ الاستحقاق : 2011/10/17 -مدة القسيمة : سنوية :

\*الشركة الوطنية للكهرباء والغاز (سونلغاز 11) : هي شركة مكلفة بإنتاج نقل وتوزيع الكهرباء والغاز في الجزائر في شركة ذات اسهم برأس مال اجتماعي مقرب : 150.000.000.000 ولقد اطلقت سونلغاز أول قرض سندي للعموم في 22 ماي 2005 وقد ارتفع هذا القرض الى 15.9 مليار دينار وتم الادماج الرسمي لسونلغاز في بورصة الجزائر بمعدل دخول بلغ لسنة 10.105 % في تاريخ 29 ماي 2006 .

- خصائص القرض السندي (1):

-المدة : 6 سنوات - قيمة الاصدار 15.9 مليار دينار جزائري

-الفائدة : تدريجية " 3.5 % ، 3.37 % ، 4 % ، 4.25 % ، 5 % ، 7 %

-تاريخ الاصدار : 2005/05/22 - تاريخ الاستحقاق : 2011/05/22

- مدة القسيمة: سنوية .

\*الأوراسي :تم تدشين مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم في 2 ماي 1975 ووضعت تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة حيث تؤمن هذه الاخيرة تسييرها من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة وفي 12 فيفري 1991 غير الفندق الشكل القانوني وأصبح مؤسسة عمومية اقتصادية شركة ذات اسهم ورأس مال اجتماعي يقدر بـ 40 مليون دج وفي 1995 اصبح الفندق تحت رعاية الشركة القابضة للخدمات التي اصبحت بموجب الامر 25-95 المتعلق بتسيير رؤوس الاموال التجارية للدولة الشركة المساهمة الوحيدة .

\*الخصائص الأوراسي :

(1): مرجع السابق.

التسمية : م ت ف الأوراسي : المؤسس : الشركة القابضة لخدمات .

رأس مال الشركة 1500.000.000 دج أي ما يعال 6000.000 سهم بقيمة اسمية قدر بـ 25 دج

الكمية المعروضة : 1200.000 سهم أي ما يعادل 20 % من راس المال الاجتماعي - ثمن العرض : 400

دج

وسيط عمليات البورصة المرافق : الراشد المالي .

- حيث وطبقا لتوجيهات السلطات العمومية الرامية لفك الارتباط الكلي للدولة من خلال النصوص التشريعية والتنظيمية المختلفة المتضمنة الخوصصة الكلية او الجزئية لقد تم اختيار مؤسسة الأوراسي بقرار من مجلس الدولة الوطني المشاركة في فيفري 1998 لضمها للبورصة بنسبة 20 % من رأس مالها الاجتماعي لاقتراحها على العموم .

في جوان 1999 قامت مؤسسة الأوراسي بافتتاح رأس مالها بعرض عمومي للبيع ويمثل مبلغ الغرض العمومي للبيع 480 مليون دج أي 20 % من رأس المال الاجتماعي في 14 فيفري 2000 حيث توفرت شروط القبول المقررة من خلال النظام العام للبورصة ثم ادماج من رأس مال الأوراسي بالقائمة الرسمية يسعر دخول 400 دج .

\*شركة صيدال: مؤسسة لصنع وتسويق المنتجات الصيدلانية ذات الاستعمال البشري وبعد تطبيق الإصلاحات الاقتصادية أصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية ذات تسير ذاتي اختيرت من بين أوائل المؤسسات الوطنية لامتلاك مكانة الشركة ذات اسهم .

في فيفري 1999 شرع مجمع صيدال في انتاج رأسمالها بعرض عمومي للبيع وقد بلغ هذا العرض 20% من رأس المال الاجتماعي للمجتمع أي 500 مليون دج موزعة على 2 مليون سهم في سبتمبر 1999 وتوفر شروط القبول المنصوص عنها في القانون العام للبورصة ثم دمج رأس مال صيدال بالقائمة الرسمية (سعر الادماج 800 دج)

- خصائص شركة صيدال :

التنمية : المجمع الصناعي صيدال .

المؤسسة : الشركة القابضة للكيمياء والصيدلة .

(1): مرجع السابق.

رأس المال الاجتماعي 500.000.000 دج أي 10.000.00 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج .  
الكمية المعروضة " 2000.000 سهم أي 20% من رأس المال الاجتماعي .

ثمن العرض 800 دج

وسيط البورصة المرافق "SIGEFI"

\*سونلغاز 14

-المدة 6 سنوات قيمة الاصدار = 15.9 %

-الفائدة : تدرجية 3.75 % ، 4 % ، 4.5 % ، 5 % ، 5.5 % ، 6.5 %

-تاريخ الاصدار : 2008/06/01 تاريخ الاستحقاق 2014/6/1

-مدة القسيمة : سنوية

#### سادسا اوامر بورصة الجزائر ونظام تسعير تداول والأوراق المالية :

يمكن اجمال اوامر بورصة الجزائر ونظام تسعير وتداول الاوراق المالية فيما يلي : (1)

اوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها شخص طبيعي او معنوي ، يرغب في شراء او بيع اوراق مالية مدرجة في البورصة للوسيط وتكون هذه التعليمات مقدمة لهذا الاخير في اطار الشهير بالوكالة في الطرف المقابل ولكي يقبل الامر يجب ان يحتوي على المعلومات التالية :

-الإشارة زبون أو غير زبون أمر الذي يحتوي زبون أمر يعطيه شخص طبيعي او معنوي ممثل من طرف وسيط في عمليات البورصة لينفذ هذا الامر ، امر غير امر ينجزه الوسيط لحسابه الخاص والأمر له الاسبقية في التنفيذ .

- اتجاه العملية : بيع أو شراء .

- سعر محدد : حالة امر الشراء لا ينفذ الامر إلا اذا كان سعر التفاوض في السوق أقل من أو يساوي السعر في

الامر البيع أكبر أو يساوي السعر المحدد .

- مدة صلاحية والأمر : امر يوم امر بالإلغاء ، امر للتنفيذ امر مدة محددة.

- تاريخ اعطاء الاوامر : يمكن للأمر ان يحمل اشارة خاصة وهي الكل لاشيء حيث لا يمكن تنفيذ هذا الامر بصورة جزئيا كليا او لا ينفذ .

خامسا: نظام التسعير والتداول : ان التداول يتم بين الوسطاء في عمليات البورصة وتحت اشراف شركة تسيير

(1): رجال فيروز : اثر الإفصاح المالي على كفاءة الاسواق المالية - دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 1999-2003- ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 45 ، قالمة ، 2004 ، ص 43.

بورصة القيم ويعني التداول في البورصة مواجهة اوامر البيع وأوامر شراء هذه الاخيرة تؤدي الى تسعير الاوراق المالية يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت حيث يتم تنفيذ كافة الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة خلال حصة التداول الواحدة ويحدد هذا السعر (السعر التوازني) لكل ورقة بمقابلة اوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الكمبيوتر بحيث يسمح هذا السعر بتداول اكبر كمية ممكنة .

سادسا: المعوقات الرئيسية لقيام سوق اوراق مالية فعالة في الجزائر :

تواجه سوق الاوراق المالية في الجزائر جملة من العقبات التي تعترض تطورها وتحد من فعاليتها ويمكن تقسيم هذه العقبات الى قسمين رئيسيين هما (1)

معوقات تتعلق بقوى السوق : يمكن التميز في هذا الشأن بين معوقات تتعلق بجانب الطلب على الاوراق المالية وأخرى تتعلق بجانب عرض الأوراق المالية .

معوقات تتعلق بجانب الطلب " ويتسبب في قصور الطلب على الأوراق المالية عدد من العوامل أهمها :

- تدني مستوى الادخار : تعاني السوق الأوراق المالية في الجزائر من نقص عرض المدخرات القابلة للاستثمار في الأوراق المالية وانخفاض الادخار مرتبط بشكل كبير بمتوسط الدخل الفردي المنخفض والميل المرتفعه للاستهلاك

ومن جهة اخرى يأتي ضعف مستوى الادخار من ارتباط حجم المدخرات المؤسسة بما تحتفظ به المؤسسات المالية والاستثمارية من احتياطات وفرائض مالية لا توظف إلا في الاجل القصير .

ضعف الثقافة الاستثمارية ومنافسة الأوراق البديلة فالعود الجزائر بعيد كل البعد عن ثقافة الاستثمار خاصة في الاوراق المالية في حين نجد الفرد في بعض الدول المتقدمة يقدم على بيع معادنه النفسية للاستثمار في الاوراق المالية مازال المواطن الجزائري يتفق مدخراته في اقتناء الحلي نظرا للضعف الوعي الاستثماري.

- انخفاض عائد الاستثمار في الأوراق المعروضة يتسبب الانخفاض المتواصل في الربح الصافي الذي تعله الأوراق المالية للشركات المدرجة في انعدام الثقة بمستقبلها وبالتالي ضالة الطلب على أوراقها المالية في أسواق .

- كما أن تخوف بعض المستثمرين من عودة التضخم هو دافع كبير لتوظيف أموالهم في العقارات التي يشهد سوقها واجفا في السنوات الأخيرة .

(1): لوكسوني رشيدة : معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مذكرة تخرج لنيل شهاده الدكتوراة ، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير جامعة الجزائر ، 2006 ، ص 190.

- معوقات تتعلق بجانب العرض : تحتاج الإقتصاد الجزائر حاليا إلى التركيز على تطوير جانب عرض الأوراق المالية لامتصاص السيولة الزائدة والتخفيف من حدة تسرب الفرائض الادخارية الجهاز المال غير أن هناك عدد من المعوقات من أهمها(1)

- قلة عدد الشركات المساهمة : تعاني سوق الأوراق المالية في الجزائر من قلة عدد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق نسبة الى شركات الاشخاص التي لا تخذ الفصل بين الملكية والإدارة وحتى الشركات العمومية التي تحولت الى شركات مساهمة مع صدور وقانون .

- 1- المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية بتعين ملكية اسهمها مجمدة بيد الدولة وهذا ما حال دون تداول لهذه الصكوك إلا مع بدا تنفيذ برامج الخوصصة عن طريق البورصة عام 1999 .
- عدم تنوع الأوراق المالية : تفتقر بورصة الجزائر للعديدي من الادوات الإستثمار المالي ذات المزايا المختلفة بما يؤمن لهذه السوق توسعا وفاعلية حيث لا يتم تقريبا لحد الان سوى تداول الاسهم العادية كما لا يوجد في السوق غير الرسمية للسندات ذات العائد الثابت إذ لم تصدر السندات ذات سعر الفائدة المتغير إلا مؤخرا متقبل شركة سونلغاز كما انه في سوق السندات ايضا هناك عدم تنوع من ناحية تواريخ الاستحقاق .
- وزن القطاع العام في الاقتصاد ومشكلة خوصصة : من العراقيل التي تمنع قيام بورصة الأوراق المالية ناجحة في الجزائر هيمنة القطاع الاقتصادي العمومي الغير ناجح وغياب محيط مشجع لإنشاء شركات مساهمة خاصة منتجة
- معوقات خارجية عن قوى السوق : وهي معوقات تؤثر على العرض والطلب على الاوراق المالية بطريقة غير مباشرة ومن اهمها:
- تأثيرات سعر الفائدة في السوق : ان لسعر الفائدة تأثير كبير فارتفاعه قد يمثل عائقا حقيقيا لاستثمار في الأسهم التي هي وسيلة التنمية الحقيقية عندما يدفع بالمدخرين الى تجنب شراء الاسهم مفصلين عليها الإبداعات في البنوك نظرا بدفع بالمدخرين إلى تجنب شراء الأسهم مفصلين عليها الإبداعات في البنوك نظرا لارتفاع عوائدها وانخفاض مخاطرها كذلك إتباع سياسة الإقراض الرخيص بخفض اسعار الفائدة في سوق الائتمان سوف تدفع بالشركات للاقتراض من البنوك بخفض أسعار الفائدة في سوق الائتمان سوف تدفع بالشركات للاقتراض من البنوك دون اللجوء لسوق الأوراق المالية وطرح أوراق مبالغ فيها .

(1) : شرباق رفيق : مرجع سابق ، صص 104،103 .

- عودة خطر التضخم المرتفع يشوه القرارات التي مختلف الأعوان سواء بشأن الإستثمار أو الادخار او الانتاج ويؤدي في النهاية إلى نمو الاقتصاد ببطئ حيث ان معدلات التضخم في الجزائر وارتفاعا وهذا ما يحول دون الاستثمار في الاوراق المالية .
- قصور الكفاءة المعلوماتية تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بقصور كبير في كفاءات إمداد المستثمرين في الأوراق المالية بالمعلومات الضرورية لدعم قراراتهم الاستثمارية في الوقت المناسب وبنفس مستوى الخطوط ويضاف الى ذلك عدم مصداقية المعلومات التي تصدر من جهة واحدة وهي الشركات صاحبة المصلحة في ظل قصور مهنة تدقيق الحسابات والمراجعة في الجزائر كما لا يوجد في الجزائر من يتولى تقييم اوضاع الشركات من اجل الوقوف على تحديد دقيق لسعر صكوكها التي سوف تصدرها او المتداولة في السوق .
- الامكانيات المحدودة للوسطاء كصناع السوق والمستثمرين تعاني بورصة الجزائر من قصور دور الشركات الوساطة التي تقوم بالربط بين جاني العرض والطلب في السوق وعدم قيامها بدور كبير في صناعة السوق لتحقيق التوازن بين العرض والطلب ويرجع ذلك الى افتقار الوسطاء للموارد المالية الكافية التي تمكنهم من تقديم فرص الدعم بالسيولة العامة (4).

#### المطلب الثاني : واقع الفساد في الجزائر :

- حسب تقرير منظمة الشفافية الدولية فان الاقطار العربية تقع ضمن اكبر الدول التي ينتشر فيها الفساد وقد قدرة الاموال المهربة خلال سنة 2005 مئة مليار دولار بغض النظر عن الاموال الغير محصاة كما تم تقديرها بـ 300 مليار دولار خلال سنة 2006 ويبدل هذه الرقمان الهائلان على ان الفساد في هذه الاقطار اصبح قاعدة وليس استثناء ومحما بموجب القوانين والتنظيمات وقد احتلت الجزائر مرتبة غير مشرفة ضمن مؤشر الفساد للدول المصدرة المتعلقة بـ 125 دولة اخضعت للدراسة والمراقبة وكان هذا المؤشر قد صدر في

2006/10/04 وسبقه المؤشر الاول الصادر سنة 2002 والذي احتلت فيه الجزائر المراتب الاولى في سبب الفساد والرشوة ويقوم مؤشر الفساد للدول المصدرة على الية طرح اسئلة على اطرفي مؤسسات عدة دول حول المعاملات التجارية للمؤسسات عدة دول حول المعاملات التجارية للمؤسسات الاجنبية داخل بلدانها وذلك قصد الكشف على الرشاوي ووصلت المنظمة الى ان الجزائر تتعامل مع اهم الدول المعروفة بدول الرشاوي حيث اعربت عن قلقها ازاء الارتفاع المذهل للرشاوي من دول التصدير 30 دولة الأكبر في العالم التي تستحوذ وحدها على نسبة 60% م التعاملات التجارية والإقتصادية الدولية .

(1): مرجع سابق ، ص ص 187، 188.

واحتل أهم زبائن الجزائر مراتب غير مشرفة ضمن قائمة الدولة التي تتعاطى الرشوة في تعاملاتها كاسبانيا ، فرنسا ، إيطاليا ، تركيا ، الصين ، كوريا الجنوبية وتوصلت المنظمة الى ان الجزائر تفضل التعامل التجاري مع دول شركاتها الرأشية وان الدول التي شركاتها غير رأشية لم تهتم بالصفقات وهو تمليح إلى الجزائر بأنها لا يمارس الشفافية في منح الصفقات العمومية ولا تحترم قانون الضعف في منح الإقتصاديات للشركة الأجنبية . وبخصوص مؤشر الفساد والذي تصدره منظمة الشفافية الدولية يلاحظ تحسن عدد النقاط المتحصل عليها سنة 2003 الى غاية 2006 ثم تراجع سنة 2007 والجدول التالي يوضح ذلك :

جدول رقم 01 تطور مؤشر مدركات الفساد في الجزائر للفترة (2006-2007)

التواتر	2003		2004		2005		2006		2007	
	الرتبة	النقاط	الرتبة	النقاط	الرتبة	النقاط	الرتبة	النقاط	الرتبة	النقاط
المؤشر	88	26	97	2.7	97	2.8	84	3.1	99	3

المصدر: عبد القادر خليل: الحوكمة وثنائية التحول بحق اقتصاد سوق وتفتشي الفساد ، مجلة البحوث الاقتصادية عربية العدد 946، 2009 ، ص 14 .

يلاحظ من الجدول تخرج فساد خطير ويؤدي هذا إلى التأثير في جهود جلب الاستثمار الأخير المباشر بمواجهة البطالة والحد من الفقر لان هذا النوع من استثمار يتطلب بيئة ادارية نزيهة ونظيفة من مختلف اشكال الفساد وهو ما ادى الى تراجع تنافسية الجزائر بـ 18 رتبة حسب تقرير المنتدى الاقتصادي العالمي لسنتي 2008-2009 حيث احتلت المرتبة 99 من مجموع 134 دولة لسنة 2007 مقابل المرتبة 84 من مجموع 131 دولة لسنة 2006 .

وقد اثير أيضا إلى أن الجزائر صرحت عن طريق وزير المالية في أثناء مناقشة مشروع الميزانية لسنة 2007 بان وقع الفضائح والاختلاسات التي هزت البنوك تراجع خلال سنة 2006 مقارنة بسابقتها وحسب آخر تقرير للمنتدى الاقتصادي العالمي لسنتي 2008/2009 احتلت الجزائر المرتبة 132 من مجموع 134 دولة في تطوير السوق المالية وأيضا احتلت المرتبة 134 أي الأخيرة فعالية الجهات المصرفية (1).

(1): عبد القادر خليل ، مرجع سابق ، ص 13.

**المطلب الثالث : واقع حوكمة الشركات في الجزائر :**

1- الجزائر تنظم الى ركب الحوكمة الشركات :

إن قضية الحوكمة بشكل عام لم تكن مطروحة للنقاش في الجزائر حتى أن هذا المصطلح لم يكن يلقي الانتشار الواسع بين المسؤولين وأجهزة الاعلام ولكن بعد الحاح الهيئات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بدورة تبني مبادئ الحوكمة سواء المستوى الكلي في ادارة الاقتصاد او على المستوى الجزئي في ادارة المؤسسات ونظرا لتصنيف الجزائر في مراتب متقدمة في قضية الفساد وضعف المناخ الاستثماري اصبح تبني مبادئ الحوكمة يطرح بالاحاح الامر الذي دفع بالدولة الى تكوين لجنة سميت بلجنة الحكم الراشد . حتى وأن كان تأسيس هذه اللجنة موجه لإرضاء أطراف خارجية إلا انه يعتبر ذلك بداية الإحساس بأهمية تبني هذه المبادئ التي اصبحت من المعايير العالمية في تقييم اقتصاديات الدول ومناخ الإستثمار بها ويعتقد الباحث باستقبال هذه الدلالات انها تتمثل في العناصر التالية(1) :

اصبح تعيين مسيري البنوك يتم على اساس الكفاءة العلمية بالإضافة الى ابرام عقود ناجحة بين الوطنية وهؤلاء المسيرين من اجل الدوافع بتطوير الاداء والحرص على تحقيق نتائج جيدة لذلك تم اصدار المدونة الجزائرية لحوكمة الشركات في 2004/03/11 لتكون في الوقت المناسب تماما فتطبيق حوكمة الشركات ستساعد في بناء الثقة المتبادلة مع القطاع المصرفي والقطاعات الأخرى في وقت تتزايد فيه اهمية الحصول على رأس المال وتعزيز النمو الاقتصادي الذي يعد حيز الزاوية في تخطي الازمات المالية العالمية وتقليل تداعياتها . إن تحقيق النمو الاقتصادي هو احد الاهتمامات الاقتصادية للقطاعين العام والخاص في بيئة الاعمال في الجزائر التي يسيطر عليها القطاع غير رسمي وسوق رأس المال الضيق وكانت في وقت قريب الشركة هي المشكلة فقد لاحظ رئيس مجلس ادارة فريق العمل الجزائري لحوكمة الشركات ان غياب الحوكمة بحد ذاتها تحت من لا يتجاوز والتطوير .

- كان مجتمع الاعمال في الجزائر هو الذي اتخذ المبادرة لوضع مدونة الحوكمة من خلال مؤسسات هي مؤسسة الفكر والعمل حول المشاريع والخاصة معهد رؤساء المؤسسات والاتحاد الجزائري المنتجى المشروبات في عام 2008 مؤسسة الفكر والعمل حول المشاريع الخاصة بتكوين فريق عمل لحوكمة

(1): أبو حفص روني ، مهدي شرقي ، مرجع سابق ، ص 07.

الشركات مكونة من ثمانية اعضاء من القطاع الخاص للنظر في وضع مدونة لحوكمة الشركات وسرعان ما لاقت فكرة المدونة دعما من السلطات الحوكمة الرئيسية بما في ذلك وزارة المنشآت الصغيرة والمتوسطة والصناع المهنيين وزارة المالية ووزارة العمل وكان دعم هذه الوزارة امرا مهما في تعزيز ونجاح المدونة والآن بعد ان تم اصدار القانون يبين الجزء الصعب من العمل إلا وهو تنمية هذه الإطار وقد بدأت العملية بداية ايجابية، حيث ان هناك كثيرا من الشركات التي ترفض استمرار الوضع الحالي والتي تظهر ترحيب التزام بحوكمة شركات الرشيدة وتقوم هذه الشركات باتخاذ الخطوات الأولى من خلال اقرارها اتباع مبادئ حوكمة الشركات والمساعدة الشركات في انجاز هذه العملية سيقوم فريق العمل بوضع اسلوب تنفيذ المبادئ المبينة في هذه المدونة ومع ان الامر مازال يتطلب قدرا كبيرا من العمل لبلوغ المعايير العالمية إلا أن الجهود الحالية المماثلة لما يجري بتنفيذه نصادف نجاحا بسبب عزيمة ورغبة الجزائر بين في انجاحها .

#### المطلب الرابع : معوقات الحوكمة في الجزائر:

مما لاشك فيه ان الحوكمة في الجزائر تعتبر من بين الرهانات الكبرى التي يجب على الجزائر ان تسعى الى تحقيقها إلا ان هذا ليس الامر اسهل نظرا للمشاكل التي تعاني منها الجزائر والتي عرقلت تبقى قواعد الحوكمة وبالتالي الوصول الى التنمية وهذا في كل القطاعات ولعل من اهم الاسباب التي كانت بمثابة مجرى العثرة امام الجزائر نذكر مما يلي(1):

- انتشار الفساد المالي والإداري في الجزائر ان الجزائر وغيرها من الدول تعاني من الفساد بكل انواعه وهذا ما توضحه التقارير التي تصدرها الهيئات الرسمية الدولية ففي تقرير اصدرة المنظمة الدولية للشفافية عن الفساد في العالم يشير فيما يتعلق بالجزائر الى انها تحتل الرتبة 97 عالميا في انتشار ظاهرة الفساد وذلك حسب

احصائيات سنتي 2004، 2005 أي بمعدل شفافية لا يتجاوز 2.5% وأما في سنة 2007 فقد اشاه احصائيات نفس المنظمة ان الجزائر قد اصبحت تحتل المرتبة 99 عالميا في نفس المجال وهذا وان دل على شيء وإنما يدل على ان الجزائر لم تقم بأي اجراءات لمحاربة ظاهرة الفساد اما بالنسبة للفساد في المؤسسات الوطنية فمن بين 75% من المؤسسات الجزائرية التي شملها لاستطلاع المنظمة الدولية للشفافية فنجد ان 6% من تم أعمال هذه المؤسسة يوجه للعمولات والرشاوي .

- كما أن إنعدام الشفافية والمعلومة في الجزائر كانت من بين العراقيل التي واجهت تطبيق قواعد الحوكمة كما أن من بين الاسباب التي كانت عائقا أما الجزائر في مواجهة الفساد ووضع آليات الحوكمة المؤسسة من اجل الوصول الى تلك الأهداف هو تحول الجزائر من الإقتصاد المركزي إلى إقتصاد السوق بدون

(1) : جبابة عبد الله ، مرجع السابق ، ص 25.

ايجاد هيكل عمومي خاص لحوكمة الشركات عدم تحديد المسؤوليات وعدم اتباع سياسة العقاب والجزاء عدم وجود ديمقراطية بمفهومها الصحيح .

#### المطلب الخامس : الاقتراحات المساعدة على تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر :

-تعتمد الحوكمة على صياغة قرارات و ايجاد انظمة توافق سير الاعمال الناجحة للشركات وتقدميها للقطاعين العام والخاص بغية الوصول الى مرحلة تدفع الحوكمة لصياغتها قوانين تنمأشى ومتطلبات سير الاعمال في المؤسسات ومن اجل الوصل إلى ترسيخ مفهوم حوكمة الشركات في الجزائر

- يجب محاربة ظاهرة الفساد بمختلف أشكالها ونشر الوعي بضرورة الخروج من وحل الفساد ومجارية البيروقراطية الإرهاب الإداري وإصلاح السلطة القضائية .

-توعية المجتمع وخاصة المؤسسات بضرورة الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من خلال اقامة هيئات خاصة وجمعيات

- تعمل على الترويج المفهوم الحوكمية بالإضافة إلى اقامة مؤتمرات وملتقيات حول الحوكمة و ضرورتها وفعلا فقد تم تطبيق مؤتمر حول الحوكمة في الأونة الأخيرة مثل مؤتمر عناية وسطييف وهذا يعتبر الخطوة الأولى من أجل نشر الوعي .

- الاستفادة من خبرة البلدان العربية في مجال الحوكمة وكذا التحكم في التكنولوجيا بالاستفادة من اقتصاد المعرفة تعقيل الأدوات الرقابية المختلفة انطلاقا من الرقابة الذاتية الى رقابة مختلف الأجهزة (1).

(1): مرجع سابق ، ص32.



**تمهيد**

لقد علمت معظم الدول على تحقيق معدلات مناسبة للنمو الإقتصادي ومن أجل ذلك فقد عملت على نشأت اسواق الاوراق المالية التي كانت الأردن من بين الدول التي اولت إهتماما كبير لهذه الأسواق ومع مرور الوقت التطورات اصبحت بورصة الأردن من أهم البورصات النشطة في العالم العربي من خلال تبني قواعد قوانين حوكمة الشركات تعميمها وتحقيقها على أرض الواقع بالإضافة إلى الأردن وبعض الدول العربية نجد الجزائر كذلك بدأت تهتم بحوكمة الشركات نظرا التفشي الفساد المالي والإداري بشكل كشر وضعف نسير وإدارة الشركات ومرور الجزائر بأزمات مثل أزمة الخليفة وكذلك شدة ضعف نشاط بورصة الجزائر بالرغم من انها تأسس في البداية التسعينات لهذا فقد أجازة الجزائر على تطبيق حوكمة الشركات من طرف كل من صندوق النقد البنك الدوليين .

**الخلاصة :**

تعتبر بورصة الأردن مناهم البورصات في الدول العربية وهي من أكبر البورصات جذبا للمستثمرين الأجانب خاصة عند تطبيقها لمبادئ الحوكمة الشركات وهذه الأخيرة تكتسب اهمية متزايدة لدى الاقتصادية بين وذلك لما لها من تأثير على تطور كل من أسواق أوراق المالية وقطاع الشركات الأردنية . وقد واجهت حوكمة الشركات في الاردن العديد من العراقيل مثل : عدم الفصل بين الملكية الادارة وعدم وجود تدقيق داخل في الكثير من الشركات ضعف أجهزة الرقابة الداخلية والخارجية .... الخ وبالرغم من كل هذا إلا أن هناك وعي بأهمية حوكمة الشركات بالأردن .

أما فيها يخص حوكمة الشركات في الجزائر فقد بدأ الأهتمام بها في الآونة الأخيرة بضغوطات من المبيانات الدولية أين ظهرت بعض الأطراف التي تدعوا إلى تطبيقها والتعريف بأهميتها وانعكاساتها الإيجابية على مختلف القطاعات .

أما البورصة الجزائرية وبالرغم من أن شأنها كانت منذ فترة طويلة وقبل إنشاء بورصة الأردن إلا أنها لحد الآن لم تلعب دورها الحقيقي خاصة مع نقص عدد الشركات المدرجة فيها ضعف الوعي والفساد.

## I- الكتب باللغة العربية :

- 1- إبراهيم سيد أحمد: حوكمة الشركات و غسيل الاموال، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2010.
- 2- إبراهيم عبد العزيز النجار: الأزمة المالية وإصلاح النظام النقدي العالمي، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2009.
- 3- أبو الفتوح فضالة : أساليب المحاسبة المالية و التكاليف والمراجعة، دار الكتب العلمية، القاهرة، 1996.
- 4- أحمد صيام زكي: مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الأردن، 2005.
- 5- أحمد محي الدين: أسواق الاوراق المالية و آثارها الإنمائية على الاقتصاد الاسلامي، الدار الجامعية للنشر و التوزيع الإسكندرية 1995.
- 6- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار في الاوراق المالية – تحليل و إدارة- ، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن 2004.
- 7- أشرف محمد دوابة: نحو الأسواق المالية الإسلامية، دار السلام، الأردن، 2006.
- 8- المعتصم بالله الغرياني: حوكمة شركات المساهمة- دراسة في الأسس الاقتصادية و القانونية- ، الدار الجامعية الجديدة الإسكندرية 2008.
- 9- أمين السيد أحمد لطفي: المراجعة الدولية و عولمة أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2006.
- 10- أمين عبد العزيز: الاسواق المالية، دار القباء الحديثة، مصر، 2007.
- 11- جبار محفوظ: البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 12- جبار محفوظ : سلسلة التعريف بالبورصة – تنظيم و إدارة البورصة-، دار هومة الجزائر ، 2002.
- 13- جمال جويدان لجمال: الأسواق المالية و النقدية، دار صفا للطبعة و النشر و التوزيع، الأردن، 2002.
- 14- حسن بني هاني: الأسواق المالية- تطبيقاتها، أدواتها المشتقة - ، دار الكندي ، الأردن، 2002.
- 15- حسن حمدي: دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006.
- 16- حسن علي خريوش: الاسواق المالية، دار الزهران، الاردن ، 1998.
- 17- حمدي عبد العظيم: عولمة الفساد وفساد العولمة- إداري و تجارب سياسية و دولية- ، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008.
- 18- حمزة محمود الزبيدي: الإستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن 2004.
- 19- خالد وهيب الراوي: إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2009.
- 20- دريد كامل آل شيب: الإستثمار و التحليل الإستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن 2009.
- 21- رسمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية و النقدية، المعتز للنشر و التوزيع، عمان ، 2005.

- 22- زياد رمضان ، مروان شبوط: الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات القاهرة، 2007.
- 23- سحنون جمال الدين: سوق الاوراق المالية- دراسة مقارنة لدول مصر ، تونس ، الجزائر - الجزائر 2008.
- 24- سعيد توفيق عبيد: الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 25- سمير عبد الحميد رضوان: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 26- شعبان محمد إسلام البرواري: البورصة والأوراق المالية من المنظور الإسلامي- دراسة تحليلية نقدية- ، دار الفكر، دمشق 2002.
- 27- شمعون شمعون: البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 28- صلاح الدين حسن السيبي: بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب ، القاهرة، 2008.
- 29- صلاح السيد جودة : بورصة الاوراق المالية- علميا و عملياً-، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية الإسكندرية، ضياء مجيد الموسوي: البورصات ، دار الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 30- طارق عبد العال حماد: التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر 2003.
- 31- طارق عبد العال حماد : المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر المحاسبية-، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001.
- 32- طارق عبد العال حماد : حوكمة الشركات – مفاهيم، مبادئ، تجارب -، الدار الجامعية مصر 2005.
- 33- طارق عبد العال حماد : دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 34- طاهر حيدر حريدان: مبادئ الإستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الأردن، 1997.
- 35- عبد الباسط وفاء محمد حسن: بورصة الاوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
- 36- عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية 2001.
- 37- عبد الغفار حنفي: الاستثمار في الاوراق المالية- الأسهم، السندات، وثائق الاستثمار، الخيارات الدار الجامعية الإسكندرية، 2000
- 38- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال – بورصات، مصارف، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

- 39- عطا الله و ارد خليل وآخرون: الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
- 40- عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2009.
- 41- عبد المطلب عبد الحميد: العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع مصر، 2002.
- 42- عبد المنعم مبارك، اسماعيل أحمد الشناوي: اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 43- عصام حسين: أسواق الأوراق المالية- دار أسامة عمان، 2008.
- 44- فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 45- فريد راغب النجار : الاستثمار و التمويل و الرهن العقاري – اقتصاديات ، المخاطر، إعادة الهيكلة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 46- فليح حسن خلف : الأسواق المالية النقدية، جدار للكتاب العالمي، عمان ، 2006.
- 47- فيصل محمود الشواورة: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – الأسس النظرية و العلمية -، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 48- كميل جيب جان يونس: أخلاقيات العمال في عالم متغير، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- 49- محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية- الاستثمارات و التمويل ، التحليل المالي و الأسواق المالية الدولية-، دار حامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- 50- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس ، الازمات المالية، المكتبة الجامعية للنشر و التوزيع، الأردن ، 2010.
- 51- محمد الصالح الحناوي ، السيدة عبد الفتاح عبد السلام : المؤسسات المالية – البورصة و البنوك التجارية – الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1998 .
- 52- محمد الصالح الحناوي : الاستثمار في الاوراق المالية ومشتقاتها – مدخل التحليل الاساسي والفني - ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2002 .
- 53- محمد الصالح الحناوي واخرون : الاستثمار في الاسهم السندات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2004
- 54- محمد صبري هارون : احكام الاسواق المالية - الاسهم والسندات -، دار النفائس ، الاردن ، 2009 .
- 55- محمد الطارق يوسف : الافصاح والشفافية كاحد مبادئ حوكمة الشركات ، بحوث اوراق المالية ، مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات واسواق المال العربية ، مصر ، 2007.

- 56-** محمد عثمان اسماعيل حميد : اسواق رأس المال وبورصة اوراق المالية ومصادر التمويل مشروعات اعمال ، دار النهضة العربية القاهرة ، 2008.
- 57-** محمد عبده مصطفى: تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، دار الجامعية ، الاسكندرية ، 1998 .
- 58-** محمد محمود الداغر : الاسواق المالية – مؤسسات ، اوراق ، بورصات - ، دار الشرق للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2009
- 59-** محمد مصطفى سليمان : دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والاداري – دراسة مقارنة - الدار الجامعية ، الاسكندرية 2009 .
- 60-** محمد مطر ، فايز تيم : ادارة محافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، الاردن ، 2005.
- 61-** محمد يوسف ياسين : البورصة – عمليات البورصة ، تنازل قوانين ، اختصاص المحاكم -، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2001.
- 62-** محمود ايمن زويل : بورصة الاوراق المالية – موقعها الاسواق المالية ، احوالها ومستقبلها -، دار الوفاء لدنيا والطباعة والنشر ، الاسكندرية، 2008 .
- 63-** محي محمد مسعد : عولمة الاقتصاد في الميزان – البورصات ومشكلاتها في علم النقد والمال - الديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 .
- 64-** مصطفى كامل طه ، شريف مصطفى كامل طه : بورصة الارواق المالية ، دار الفكر الجامعية الاسكندرية ، 2009
- 65-** منير ابراهيم هندي : ادارة الاسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 .
- 66-** منير ابراهيم هندي : الاوراق المالية واسواق راس المال ، منشآت المعارف ، الاسكندرية ، 1999 .
- 67-** منير ابراهيم هندي : ادوات الاستثمار في اسواق راس المال- الاوراق المالية .وصناديق الاستثمار - المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ، 1999.
- 68-** منير ابراهيم هندي : الفكر الحديث لمجال الاستثمار – سلسلة البكر الحديث في مجال الادارة المالية - ، منشأة المعارف الاسكندرية 1997.
- 69-** منير ابراهيم هندي، رسمية قرياقص : الاسواق والمؤسسات المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية 1997،
- 70-** نجم عبود نجم : اخلاقيات الادارة في عالم متغير ، المنظمة العربية لتنمية الادارية القاهرة ، 2006 .
- 71-** نجم عبود نجم : اخلاقيات الادارة ومسؤولية الاعمار في شركات الاعمال ، الاردن، 2006 .
- 72-** نظير رياض محمد شحاد : ادارة محافظ الاوراق المالية في ظل حوكمة الشركات ، الدار الجامعية للنشر ، القاهرة ، 2008 .
- 73-** هوشيار معروف : الاستثمار والاوراق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2003.

74- وليام هشار، ترجمة عن : عبد الحكم احمد الخزامي : اخلاقيات المنظمات الاعمال ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2005 .

75- وليد الصافي واخرون : الاسواق المالية والنقدية ، دار النشر والتوزيع ، الاردن ، 2008 .

## **II- المراجع بالفرنسية :**

.1- mansour mansouri,la bourse des valeurs mobilières d'alger , edition distribution.alger

### **III- المذكرات :**

- 1-** رشيد لوكساني : معوقات اسواق الازواق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006 .
- 2-** رفيق شرياق : دور البنوك التجارية في تفعيل سوق الازواق المالية، دراسة حالة الجزائر – مذكرة تخرج لنيل ، كلية العلوم كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة ، 2005 .
- 3-** فكري عبد الغاني محمد جودة : مدى تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية في المصارف الفلسطينية وفقا لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي ، والتنمية ولجنة بازل لرقابة المصرفية – دراسة حالة بنك فلسطين - ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير .
- 4-** فيروز رجال : اثر الافصاح المالية على كفاءة الاسواق المالية - دراسة حالة بورصة الجزائر ، للفترة 1999-2003 -، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير ، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص نقود المالية ، جامعة 08 ماي 45 قالمة 2004.



#### IV- الملتيقيات :

- 1- ابو حفص رواني ، مهدي شرقي ، مداخلة بعنوان : الاصلاحات في مجال حوكمة الشركات كاداة لتحسين اخلاقيات الاعمال – تجارب بعض الدول - ، ملتقى وطني حول الحوكمة وأخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18 و 19 2009/11 .
- 2- جبار محفوظ ، مريمت عديلة واخرون ، مداخلة بعنوان اخلاقيات الاعمال واسواق المالية الكفوة – تطبيقات على سوق المالية الجزائرية -، ملتقى وطني حول : الحوكمة واخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار عنابة ، 18 و 19/11/2009 .
- 3- جهاد خليل الوزير : دور حوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الاسواق المالية ، ملتقى سنوي الاول لسوق راس المال الفلسطيني ، 2007.
- 4- جباب عبد الله ، مداخلة بعنوان : الحوكمة الية فعالة للقضاء على الفساد الاقتصادي ، ملتقى وطني حول : الحوكمة واخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18 و 19/11/2009.
- 5- رقايقية فاطمة الزهراء ، بومنجل السعيد ، مداخلة بعنوان: الحوكمة العالمية مدخل لادارة الازمة المالية الراهنة -2008- ، ملتقى وطني حول : الازمة المالية الاقتصادية والدولية العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس ، سطيف يومي 20 و 21/10/2009.
- 6- صبرينة يونسى، مداخلة بعنوان الازمة المالية ، ملتقى وطني حول : الحوكمة واخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية علوم الاقتصادية والتسيير جامعة باجي مختار ، عنابة 18 و 19/11/2009 .
- 7- عبد الرحمان العياب ، مداخلة بعنوان : اشكالية حوكمة الشركات واحترام اخلاقيات الاعمال في الازمة الاقتصادية الراهنة -2008- ، ملتقى وطني حول الحوكمة واخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18 و 19/11/2009
- 8- عبد القادر بريش ، حمو محمد ، مداخلة بعنوان : دور حوكمة الشركات في الرفع من اداء وكفاءة السوق المالية ، ملتقى وطني حول : السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تجارب الدول العربية ، عنابة ، 2008 .
- 9- عبد الكريم قندر ، بومدين نور الدين، مداخلة بعنوان : الشفافية والمساءلة كمدخلين للحكم الراشد للحد من ظاهرة الفساد ، ملتقى وطني حول : سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 ، سكيكدة ، يومي 2 و 3 /09/2007

- 10-** عماد محمد علي ابو علجية ، محمد علام ، مداخلة بعنوان : اثر حوكمة المؤسسة على ادارة الارباح ، ملتقى وطني حول: الازمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، يومي 20 و21 /10/2009.
- 11-** كمال بو عظم ، زادي عبد السلام ، مداخلة بعنوان : حوكمة الشركات ودورها في تقليل من عمليات التضليل في الاسواق المالية والحد من وقوع الازمات ، ملتقى وطني حول : الحوكمة اخلاقيات الاعمال في المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عناية ، يومي 18 و 19/11/2009 .
- 12-** محمد موساوي ، زواد نجاد ، مداخلة بعنوان : تقييم مدى تطبيق مبادئ الحكم الراشد في الجزائر من خلال - دراسة تحليلية مقارنة لمؤشر قياسه - ، الملتقى الوطني حول : سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 ، سكيكدة، يومي 2 و3 /12/2007 .
- 13-** ملاوي لخضر ، عبد الرزاق ، علجية محمد ، مدخل بعنوان : الحوكمة كمدخل لرقابة والمساءلة في البنوك الجزائرية ، ملتقى وطني حول : اصلاح النظام المصرفي في الجزائر في ظل التطورات العالمية كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، ورقلة ، يومي 3 و4 /10/2009 .
- 14-** محمد شرقي ، بوحفص رواني ، ماخلة بعنوان : " نظام حوكمة الشركات : وسيلة لانشاء القيمة وتحسين نجاعة الاداء في المؤسسات الاقتصادية لتحقيق التميز المستديم " ملتقى وطني حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية والتميز ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم علوم التسيير جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة ، يومي : 26 و27 /11/2007 .
- 15-** لمياء بوعروج ، الجيري نصيرة ، مداخلة بعنوان : اشكالية الحوكمة والقطاع البنكي مع الاشارة الى تجارب البنوك العربية ، ملتقى وطني ، سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة ، يومي 2 و3 /12/2007 .
- 16-** يوسف حسن كمال ، مداخلة بعنوان : حوكمة الشركات لتصدي ، لمخاطر الازمة المالية ، ملتقى دولي حول : حوكمة الشركات والازمات المالية ، مركز قطر المالية ، الدوحة يومي 9 و 10 /11/2009.

## V- الانترنت :

- 1- احمد رجب عبد المالك : دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للاسهم في سوق الازواق المالية – دراسة تحليلية- ، مجلة كلية التجارة والبحوث العلمية ، جامعة الاسكندرية العدد الاول ، مجلد رقم 45 ، 2008 ، عن موقع : [www.aleppoeconomics.com](http://www.aleppoeconomics.com)
- 2- بهاء الدين سمير علام : اثر اليات الداخلية على اداء الشركات المالية دراسة تطبيقية ، مصر ، 2009 ، عن موقع : [www.eiotqa.eigd.org](http://www.eiotqa.eigd.org)
- 3- بشرى نجم عبد الله المشهداني : اهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي والمحاسبي ، بغداد 2009 ، عن موقع : <http://nezaha.org>
- 4- جليل ظريف ، مداخلة بعنوان : تعثر الشركات في بعض الدول العربية واهمية تطبيق الحوكمة مؤتمر دولي : لماذا تنهار بعض الشركات ؟ ، التجارب الدولية والدروس المستفادة ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، مصر ، 30 مارس 2007 ، عن موقع : [www.cip-arbia.org](http://www.cip-arbia.org)
- 5- دبله فاتح ، بن عيشي بشير : حوكمة الشركات كأداة لصدق المعلومات المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى اداء السوق كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، بسكرة ، عن موقع [www.jbs-dir.com](http://www.jbs-dir.com)
- 6- عيسى محمد فرحات : حوكمة الشركات ومدى تطبيقها في الاردن ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، الاكاديمية العربية ، للعلوم المالية والمصرفية ، تخصص ادارة مالية ، الاردن ، 2007 ، عن موقع : [ecenalysisbleg.maktoobbleg.com](http://ecenalysisbleg.maktoobbleg.com)
- 7- محمد النوري : الازمة المالية اسقطت نظرية اولوهية السوق عن موقع : [islamonline.net](http://islamonline.net)
- 8- محمد عماوي : المدونة القانونية قواعد الحوكمة في قانون الشركات الاردني - ، عن موقع [www.amawi.info](http://www.amawi.info)
- 9- ميمون الرحماني : الازمة المالية العالمية ، جمعية اطاف ، المغرب ، عن موقع [www.4chared.com](http://www.4chared.com)
- 10- نزمين ابوا العطا : حوكمة الشركات – سبل التقدم -، 2009 ، عن موقع : [www.cipe-arabia.org](http://www.cipe-arabia.org)
- 11- جريدة القبس : ابرز المحطات الاقتصادية في الاردن ، 2009 ، تطبيق حوكمة الشركات ، اصدر الصوكوك ، ضريبة وتخفيض سعر الفائدة ، الكويت ، 2009/12/29 ، العدد 13123 ، عن موقع [www.alqabas.com](http://www.alqabas.com) :
- 12- انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على اسواق الازواق المالية ، عن موقع [www.kke.edu.sa](http://www.kke.edu.sa)

13- الموقع الرسمي لبورصة الجزائر : [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

14- الموقع الرسمي لبورصة عمان : [www.ase.com.jor](http://www.ase.com.jor)

15- موقع صندوق النقد العربي : [www.amf.org.a](http://www.amf.org.a)

## VI- الجرائد والمجلات :

1- بوعياذ سفيان : بورصات العالم تتدهور واوروبا تبحث عن منفذ لها ، جريدة الخبر الثلاثاء 2008/10/7 الموافق لـ 7 شوال 1429 هـ ، العدد 2422 .

2- عبد القاد خليل : الحوكمة وثنائية التحول نحو اقتصاد السوق وتفشي الفساد ، مجلة البحوث الاقتصادية العربية ، العدد ، 2009 .

3- مسعود مجيبة : الازمة المالية العالمية الراهنة -2008- انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفيات مواجهتها مع الاشارة الى حالة الاقتصاد الجزائر ، مجلة المدرسة العليا الحربية ، الجزائر ، العدد الثاني ، جمادي الثانية 1429 هـ جوان 2009 .

# ملخص

تعتبر الحوكمة مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة لتحقيق خطط وأهداف الشركة وتتجلى أهمية حوكمة الشركات في الحفاظ على فرص الاستثمارية وشفافية المعلومات المحاسبية الواردة في سوق الأوراق المالية إضافة الى تمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات المسجلة بها وصولاً إلى الاسعار الحقيقية لأسهمها هذا يؤدي الى زيادة حجم العمليات والصفقات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق الحوكمة دور حماية السوق المالي التلاعبات والانهيارات المالية ومن تم كفاءتها لذا كانت الكفاءة بتنميتها السعري والتشغيلي اساس قيام واستمرار وتوسيع أسواق الأوراق المالية إذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة البورصات حتى تؤدي دورها الرئيسي في احسن الظروف إلا وهو تمويل الإقتصاد الوطني.

وأما السؤال المطروح: هل تسعى حوكمة شركات من خلال مبادئها تنشيط سوق الأوراق المالية وحماية حقوق المساهمين ؟

## كلمات المفتاحية :

- 1- السوق المالي : هو مكان التقاء عرضي الأموال وبالطلب عليها .
- 2- حوكمة الشركات هي مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف الى تحقيق الجودة والتميز في الاداء .
- 3- كفاءة سوق الاوراق المالية ، هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره المنشأة كفاءة المعلومات المتعلقة بها .
- 4- الفساد المالي والإداري هو الخروج عن القواعد الاخلاقية الصحيحة ، وغياب الضوابط التي تحكم سلوك العمل .
- 5- الازمة المالية الراهنة 2008: وهي انهيار النظام المالي برمته مصحوب بفشل عدد كبير من الاموال المالية وانكماش حاد في النشاط الإقتصاد.

## Résumé :

La gouvernance d'entreprise est un ensemble de lois et de règlements visant la qualité et l'excellence dans la performance en sélectionnant les méthodes appropriées pour atteindre les plans et objectifs de l'entreprise, et reflètent l'importance de la gouvernance maintenir les possibilités et la transparence des informations comptables reprise dans le marché Bourcier, en plus de permettre aux investisseurs d'évaluer la performance des entreprises enregistrées compris l'accès au marché réel des actions ce s'entraîne une hausse du volume des opérations et des transactions et en fournissant des liquidités a encourager les échanges sur le marché et l'efficacité par conséquent, l'efficacité a été le plus haut niveau dans le prix et la base opérationnelle de la continuité et l'expansion des marchés boursiers, toutes les états a assurer une maximale efficacité a leur bourses pour effectuer le rôle principale qu'il est le financement d'économie nationale.

Et la question posée est : es ce que la gouvernance des entreprises a travers ces principes fait la démarche pour l'excitation du marché des finances et protéger les droits des actionnaires ?