

جامعة سعد دحلب البلدية

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

## مذكرة ماجستير

التخصص: نقود مالية بنوك

دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأسهم السعودية

من طرف

عادل طلبة

أمام اللجنة المشكلة من:

رئيسا	أستاذة محاضرة-أ-، جامعة البلدية	فطيمة بن حمودة
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر-أ-، جامعة البلدية	أحمد علاش
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر-أ-، جامعة البلدية	الزين منصوري
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد-أ-، جامعة البلدية	مصطفى بدواي

البلدية، مارس 2010

## شكر

احمد الله عز وجل حمدا كثيرا مباركا فيه على توفيقه لنا على إتمام هذا البحث، راجيا منه التوفيق والسداد فيما تبقى لنا من مشوارنا العلمي.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أستاذي الكريم الدكتور/ أحمد علاش، على ما أسداه لي من نصح وتوجيه خلال إعداد هذه الرسالة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من أمدني بيد العون والمساعدة في طبع وإخراج هذه الرسالة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأساتذة الممتحنين على تصويبهم لهذا العمل.

## الإهداء

أهدي هذا البحث إلى والدي الكريمين،

والى كل إخوتي وأخواتي،

والى كل الأصدقاء وزملاء الدراسة.

## المخلص

لقد فرضت الأهمية المتزايدة للمعلومات في اتخاذ القرارات والأزمات المالية المتعقبة، على الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن معلومات تخص وضعيتها المالية وأداءها المالي ضمن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، وذلك لزيادة الشفافية وترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية بغية تحسين كفاءتها. وفي هذا الإطار يهدف هذا البحث لاختبار دور الإفصاح المالي في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة وصفية وتحليلية لسوق الأوراق المالية عموماً وسوق الأسهم السعودية للفترة 2005-2008، من خلال إجراء تحليل لمتطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية ومتطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها، وأثرها على متطلبات كفاءة هذه السوق، وانتهى الدراسة إلى أن الإفصاح المالي يساهم في تحسين متطلبات الكفاءة من خلال ترشيد قرارات الاستثمارية، وتقديم معلومات للتقليل من حالة عدم التأكد وتحديد مخاطر الاستثمار وزيادة ثقة ورشادة المستثمرين في سوق الأوراق المالية و المؤسسات المدرجة بها.

## Résumé

L'importance croissante de l'information dans la prise des décisions et dans les crises financières, oblige les institutions de l'organisation des marchés des Titres financiers d'exiger les entreprises cotées à appliquer la divulgation de l'information concernant la performance et la situation financières de l'entreprise dans le contenu informationnel des rapports financiers. Pour améliorer les décisions d'investissement dans ces marchés, afin d'améliorer son efficacité.

Dans ce contexte, cette recherche vise à tester le rôle des exigences de divulgation financières pour améliorer l'efficacité du marché des actions, et les exigences de divulgation et leur impact sur les exigences de l'efficacité grâce à la rationalisation Des décisions d'investissement et de fournir l'information pour réduire l'incertitude, afin d'assurer et d'identifier les risques d'investissement et accroître la confiance et la rationalité des investisseurs dans le marché des titres financiers et les entreprises cotées.

## قائمة المختصرات

01	SOCPA	Saudi Organization for Certified Public Accountants
02	FASB	<b>Financial Accounting Standards Board</b>
03	CMA	Capital Market Authority
04	IASC	International Accounting Standards Board
05	TASI	Tadawul All-Share Index
06	AMF	Autorité des marchés financiers
07	NASDAQ	National Association Of Security Dealers Automated Quotation
08	FTSE	Financial Times Stock Exchange
09	EPIS	Electronic price information computer
10	TOPIC	Teletext out put of price information by computer

## قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
1	المؤسسات المرخص لها لممارسة أعمال الأوراق المالية 188
2	القوائم المالية المختصرة والمفصلة التي روجعت ونشرت على موقع تداول للأعوام 2006 و2007 و2008. 190
3	القوائم المالية السنوية التي وردت عليها تحفظات والتي لم ترد عليها تحفظات عن العام السابق خلال الفترة 2006 - 2008. 190
4	القوائم المالية السنوية التي وردت عليها تحفظات والتي لم ترد عليها تحفظات خلال الفترة 2006 - 2008. 190
5	عدد الإعلانات على موقع تداول بحسب نوع الإعلان عامي 2007م و 2006م 192
6	دوافع الأفراد للاستثمار في سوق الأسهم المحلية 193
7	دوافع الاستثمار في سوق الأسهم مرتبة حسب مزايا وعيوب البدائل الاستثمارية 194
8	مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم 194
9	ملخص مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم 195
10	متوسط حجم استثمارات الأفراد في سوق الأسهم المحلية 196
11	الأهمية النسبية لعناصر صنع القرار الاستثماري في سوق الأسهم المحلية 197
12	عناصر صنع القرار الاستثماري مرتبة تنازليا حسب أهميتها 197
13	المعايير المتعارف عليها لجودة عناصر صنع القرارات الاستثمارية 198
14	تقييم كفاءة عناصر صنع القرار الاستثماري 198
15	المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق 199
16	تقييم مدى كفاءة كل عنصر من مقومات الكفاءة الكاملة 200
17	النتائج الكلية لتقييم كفاءة سوق الأسهم المحلية 201
18	مقترحات المتعاملين لزيادة كفاءة السوق 202

204	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع المؤسسات 2002-2008	19
206	عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية من 1990 إلى 2008 ونسبة التغير.	20
208	حركة مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة 2002-2008	21
209	نسبة القيمة السوقية لأكثر عشر مؤسسات إلى إجمالي القيمة السوقية للفترة 2002-2008.	22
212	عدد زوار مركز توعية المستثمر لعام 2007 م	23
212	تقييم درجة وعي المستثمرين بتقنيات التعامل في سوق الأسهم	24
213	مدى وعي المستثمرين في سوق الأسهم المحلية	25
214	تقييم مدى وعي المستثمرين في سوق الأسهم	26
215	عدد الشكاوى التي تلقتها الهيئة مصنفة بحسب نوعها للأعوام 2006 و2007 و2008	27
217	أهمية المعلومات المحاسبية	28
219	أجزاء التقارير المالية ودرجة الأهمية	29
219	عدد القوائم المالية المفصح عنها وإجمالي حجم التداول السنوي للفترة 2006-2008.	30
220	نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2005 إلى 2008	31
221	المؤسسات المشكلة لعينة الدراسة و القطاعات التي تنتمي إليها	32
222	العوامل المؤثرة على سعر السهم خلال فترة الدراسة للنموذج الأول	33
222	نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2004 إلى 2008 للنموذج الأول	34
223	تحليل التباين خلال فترة الدراسة 2006 إلى 2008 للنموذج الأول	35
224	دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم للنموذج المقترح لكل سنة من سنوات الدراسة على حده للنموذج الأول	36
226	العوامل المؤثرة وغير المؤثرة على أحجام التداول خلال فترة الدراسة للنموذج الثاني	37
226	مصفوفة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للفترة 2005-2008 للنموذج الثاني	38
227	نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2005 إلى 2008 للنموذج الثاني	39
228	تحليل التباين خلال فترة الدراسة 2005 إلى 2008 للنموذج الثاني	40

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
26	مكونات سوق رأس المال.	1
49	الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية	2
87	نموذج عن تغير السهم في ظل كفاءة السوق الكاملة و الاقتصادية	3
102	نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق	4
140	عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية	5
141	علاقة الإفصاح المحاسبي بسوق رأس المال	6

## فهرس المحتويات

الصفحة	الملخص
	الشكر
	الاهداء
13	مقدمة .....
01	1. الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية.....
03	1.1.1. ماهية أسواق الأوراق المالية.....
03	1.1.1.1. تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها .....
08	2.1.1. خصائص سوق الأوراق المالية ووظائفها .....
10	3.1.1. الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.....
15	2.1. تنظيم سوق الأوراق المالية .....
15	1.2.1. آلية التعامل في سوق الأوراق المالية .....
17	2.2.1. المتدخلون في سوق الأوراق المالية.....
21	3.2.1. شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية.....
24	3.1. ماهية الإفصاح .....
24	1.3.1. مستخدمو المعلومات المحاسبية و خصائصها.....
28	2.3.1. مفهوم الإفصاح و أنواعه.....
30	3.3.1. طرق الإفصاح و توقيته.....

33	..... 4.1 . الإفصاح بالقوائم المالية
33	..... 1.4.1. مفهوم القوائم المالية أنواعها وأهدافها
37	..... 2.4.1. قواعد الإفصاح بالقوائم المالية
41	..... 3.4.1. الشفافية التكامل و الترابط في القوائم المالية
44	..... 2. المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية
45	..... 1.2. المعلومات في سوق الأوراق المالية
45	..... 1.1.2. احتياجات سوق الأوراق المالية من المعلومات و مصادرها
49	..... 2.1.2. التحليل الفني و التحليل الأساسي للمعلومات
53	..... 3.1.2. دور المعلومات في سوق الأوراق المالية
57	..... 2.2. كفاءة سوق الأوراق المالية
57	..... 1.2.2. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها
62	..... 2.2.2. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
66	..... 3.2.2. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
75	..... 3.2. مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية
75	..... 1.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية تعريفها واستخدامتها
78	..... 2.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية
81	..... 3.3.2. مؤشرات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية
88	..... 3. الإفصاح بالقوائم المالية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
90	..... 1.3. التحليل المالي للقوائم المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية
90	..... 1.1.3. التحليل المالي للقوائم المالية تعريفه وأهدافه
92	..... 2.1.3. التحليل المالي للقوائم المالية مداخله وأدواته
96	..... 3.1.3. علاقة بين التحليل المالي والإفصاح وكفاءة سوق الأوراق المالية
98	..... 2.3. الإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية
98	..... 1.2.3. أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية
102	..... 2.2.3. تأثير القوائم المالية على كفاءة تخصيص الاستثمارات
110	..... 3.3. الإفصاح بالقوائم المالية و كفاءة التسعير وكفاء السيولة في سوق الأوراق المالية
110	..... 1.3.3. طرق تقييم الأسهم
116	..... 2.3.3. اثر الإفصاح بالقوائم المالية على الأسعار السوقية للأسهم
119	..... 3.3.3. اثر الإفصاح بالقوائم المالية على الكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية

122	4.3 الإفصاح بالقوائم المالية ورشادة المستثمر وكفاءة التشغيل في سوق الأوراق المالية.....
122	1.4.3 دور القوائم المالية في تحسين رشادة وثقة المستثمر.....
126	2.4.3 دور القوائم المالية في تخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية.....
127	3.4.3 اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول على الأسهم.....
131	4. واقع الإفصاح بالقوائم المالية في سوق الأسهم السعودية وأثره على متطلبات كفاءة السوق..
133	1.4 نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية.....
133	1.1.4 مراحل تطور سوق الأسهم السعودية.....
139	2.1.4 الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودية.....
143	3.1.4 الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودية.....
147	2.4 الإفصاح والعوامل الداعمة له في سوق الأسهم السعودية.....
147	1.2.4 متطلبات الإفصاح في سوق الأسهم السعودية.....
149	2.2.4 العوامل الداعمة للإفصاح في سوق الأسهم السعودية.....
151	3.2.4 مدى التزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح بالقوائم المالية.....
156	3.4 تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية.....
156	1.3.4 استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية.....
165	2.3.4 تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية.....
167	3.3.4 تطور مؤشرات متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية.....
178	4.4 مساهمة الإفصاح بالقوائم المالية في دعم متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية.....
178	1.4.4 التزام بالإفصاح بالقوائم المالية و إجمالي حجم التداول.....
181	2.4.4 أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على كفاءة تسعير الأسهم.....
185	3.4.4 اثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على أحجام التداول على الأسهم.....
194	الخاتمة العامة.....
200	المراجع .....
208	الملاحق.....

## مقدمة

مع استمرارية تطوير الاقتصاد العالمي وتعاضم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق، وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات، ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة، تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي.

ونظرا للحاجة إلى كفاءة تعبئة المدخرات ورفع كفاءة التخصيص والاستخدام الكفؤ للموارد المالية المتاحة، تزايد الاهتمام بكفاءة سوق الأوراق المالية التي تعني السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق سواء بالأحداث الماضية فقط أو بالأحداث الماضية والجارية أو بالأحداث الماضية والجارية والمستقبلية بشكل كامل.

ويتوقف تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية على توفر العوامل والمتطلبات التي تضمن القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة فيها من خلال تحسين كفاءة تسعير الأوراق المالية و كفاءة التشغيل وكذا ضمان سيولة الأوراق المالية بالإضافة إلى رشادة المستثمر وعدالة السوق التي تستوجب المساواة بين كافة المستثمرين في الحصول على المعلومات.

كما زاد من أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية تحقيقا وتحسينا، الأزمات المالية والانهيارات التي عرفت أسواق الأوراق المالية عبر العالم، والتي نتج عنها افتقاد أو تراجع ثقة المستثمرين، وكذلك فقدان الثقة في مكاتب المحاسبة والمراجعة نتيجة التلاعبات التي قامت بها مع بعض المؤسسات الكبرى، في ضوء ذلك يمكن القول بأنه من الأسباب الهامة لحدوث انهيار الكثير من المؤسسات في سوق الأوراق المالية هو نقص الإفصاح والشفافية وعدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية لهذه المؤسسات.

ويعد وجود نظام فعال للمعلومات مطلب هام من متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن المستثمرين من الاختيار الأمثل بين البدائل المتاحة وبالسعر المناسب، وتعتبر المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية من أهم المعلومات التي يجب توفيرها للمتعاملين، وذلك بإلزام المؤسسات المدرجة أسهمها بالإفصاح عن هذه المعلومات بصفة دورية منتظمة، مع مراعاة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية المحددة من طرف الهيئات المتخصصة، وكذا إتباع مبادئ الإفصاح المقبولة عموماً بهدف دعم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

وقد اهتمت العديد من الدراسات العملية على الصعيد العالمي والعربي، بدراسة تأثير الإفصاح بالقوائم المالية على متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال دراسة العلاقة بين هذه المعلومات من جهة والأسعار السوقية للأسهم واتخاذ قرار الاستثمار وأحجام التداول وتكاليف الصفقات من جهة أخرى.

ومن خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

كيف يساهم الإفصاح بالقوائم المالية المفروض على المؤسسات المدرجة في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ؟

وبهدف التحكم في الموضوع نجزئ هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي القوانين واللوائح التنظيمية لسوق الأوراق المالية الهادفة إلى تنظيم التعاملات وحماية المستثمرين؟
- ما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية وما هي متطلباتها و معوقاتهما ؟
- كيف يتم تحليل القوائم المالية المفصوح عنها في سوق الأوراق المالية لزيادة إمكانياتها في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ؟
- ما هو واقع متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية وما هو دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين هذه المتطلبات؟

على ضوء هذه الأسئلة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- تعتبر جودة القوانين و اللوائح التنظيمية بما فيها الإفصاح أساس نجاح سوق الأوراق المالية في تأدية وظائفها.
- يتحدد مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بنوعية المعلومات التي تعكسها.
- تعتبر القوائم المالية المفصوح عنها أداة لتحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

– يساهم الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية.

ويمكن صياغة الفرضية الفرعية التالية لهذه الفرضية المتعلقة بدراسة الحالة:

- كفاءة سوق الأسهم السعودية تتمشى مع الفرضية القوية لكفاءة السوق.
- توجد علاقة بين تغير سعر أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وأدائها المالي.
- توجد علاقة بين تغير حجم التداول على أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وأدائها المالي.

أسباب اختيار الموضوع:

من أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار موضوع هذا البحث، والذي عنوانه دور الإفصاح المالي في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، ما يلي:

- تعميق المفاهيم المتعلقة بأسواق الأوراق المالية عموماً وكفاءة هذه الأسواق خصوصاً، من خلال دراسة الآليات التي تعتمد عليها الأسواق المتطورة ولاسيما التنظيمية منها، وبحث متطلبات الكفاءة مع التركيز على الإفصاح المالي كأحد مصادر المعلومات والتي تعتبر مطلب من متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.
- كما وقع اختيار على دراسة دور الإفصاح بالقوائم المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية بعد معرفة أهميته في مواجهة الأزمات المالية وذلك من خلال تعزيز ثقة المستثمرين وحمائهم من تلاعب واحتيال المؤسسات المدرجة كما هو الحال في قضايا كل من انرون و وارلدكوم.
- أما أسباب اختيار دراسة حالة سوق الأسهم السعودية هي:
  - تعتبر سوق الأسهم السعودية من أكبر أسواق الأسهم على المستوى العربي.
  - انتقال الإشراف على السوق من مؤسسة النقد العربي إلى هيئة السوق المالية التي أصدرت لائحة حوكمة الشركات سنة 2003 والمتضمنة للإفصاح.
  - توفر الحد الأدنى من المعلومات حول المؤسسات المدرجة بغية إعداد الدراسة الإحصائية.
  - وجود مجموعة من الدراسات للاستفادة منها ومحاولة الإضافة إن أمكن.

## المنهج المتبع:

بالنظر لطبيعة موضوع هذه الدراسة وبغية الوصول إلى كافة تطلعاتها، تم الاعتماد على عدد من المناهج المستعملة في البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، حيث يتم توظيف كل منها كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

فسيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي حين تناول الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية في الفصل الأول، من خلال عرض ماهية و أهمية سوق الأوراق المالية وأهم مكوناتها، وهذا ما يتطلب عرض مختلف وظائف ومكونات سوق الأوراق المالية وتنظيم عملياتها وآليات تحديد الأسعار فيها إضافة إلى التطرق إفصاح المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمصدر من مصادر المعلومات والأسس والمبادئ التي يقوم عليها الإفصاح بالقوائم المالية.

كما سيتم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي عند دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية وأثر الإفصاح بالقوائم المالية على متطلبات كفاءة هذه السوق في الفصلين الثاني و الثالث على التوالي.

وحتى تكون الدراسة أكثر عمقا وشمولية سيتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة في الفصل الرابع والأخير من هذه الدراسة، من خلال استقراء واقع كفاءة سوق الأسهم السعودية بمعطياته الإحصائية مع تحليل ذلك، وبحث واقع الإفصاح بهذه السوق وصولا إلى إبراز أثر الإفصاح بالقوائم المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.

## أهداف البحث:

على ضوء الإشكالية والفرضيات والمنهج المتبع، يهدف البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف

## أهمها:

- دراسة دور القوانين التنظيمية و اللوائح التنفيذية في تنظيم سوق الأوراق المالية.
- تحديد متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وكذا تحديد احتياجات المستثمرين من المعلومات لاتخاذ قرارا الاستثمار.
- بحث أهمية القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وتحديد أهمية المحتوى المعلوماتي لهذه القوائم المفصح عنها في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.
- كما يهدف موضوع "دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية" إلى التعرف على متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية وجهود "هيئة

السوق المالية" في سبيل تعزيز المصداقية والشفافية من خلال الإفصاح المندرج تحت لائحة حوكمة الشركات.

صعوبات البحث:

اعترى هذا البحث بعض الصعوبات هي:

- نقص المراجع التي درست دور الإفصاح بالقوائم المالية في سوق الأوراق المالية.
- صعوبة جمع المعلومات حول القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في سوق الاسم السعودية.

حدود البحث:

سنتناول في بحثنا هذا دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية المنتظمة - البورصة - التي تشرف عليها هيئات للتنظيم والرقابة، وذلك من خلال دراسة سوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2008.

وسيقصر هذا البحث على المعلومات المالية الكمية الواردة في القوائم المالية دون المعلومات الكيفية، مع التركيز على مدى الالتزام بمتطلبات الإفصاح دون الخوض في مشاكل القياس المحاسبي لبنود القوائم المالية.

هيكل البحث:

من أجل الوصول إلى النتائج المنتظرة من هذه الدراسة، قسمنا البحث إلى أربعة فصول، وهذا كما يلي:

الفصل الأول: خصصناه للإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية، فيكون المبحث الأول لماهية سوق الأوراق المالية، والمبحث الثاني لتنظيم سوق الأوراق المالية وسيتناول المبحث الثالث ماهية الإفصاح، أما المبحث الرابع فسيخصص للإفصاح بالقوائم المالية.

الفصل الثاني: نتناول فيه المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية، فسيكون المبحث الأول للمعلومات في سوق الأوراق المالية، والمبحث الثاني لكفاءة سوق الأوراق المالية، وسيتناول المبحث الثالث مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث: ينقلنا إلى الإفصاح بالقوائم المالية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، فسيكون المبحث الأول لتحليل المالي للقوائم المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية، والمبحث الثاني للإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وسنتطرق في المبحث الثالث للإفصاح بالقوائم المالية و كفاءة التسعير وكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية، وسيتناول المبحث الرابع للإفصاح بالقوائم المالية ورشادة المستثمر وكفاءة التشغيل في سوق الأوراق المالية.

الفصل الرابع: واقع الإفصاح بالقوائم المالية في سوق الأسهم السعودية وأثره على متطلبات كفاءة السوق دراسة حالة سوق الأسهم السعودية للفترة من 2005 إلى غاية 2008، فسيكون المبحث الأول لنشأة وتطور سوق الأسهم السعودية، والمبحث الثاني للإفصاح والعوامل الداعمة له في سوق الأسهم السعودية، وسنتطرق في المبحث الثالث إلى تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية، وسيتناول المبحث الرابع لمساهمة الإفصاح بالقوائم المالية في دعم متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية.

وفي الأخير تم اختتام هذا البحث بخاتمة عامة تتضمن ملخص شامل واختبار فرضيات هذه الدراسة البحثية، مع إبراز النتائج التي تم التوصل إليها وتقديم اقتراحات وتحديد الآفاق المستقبلية لهذه الدراسة.

الدراسات السابقة في الموضوع:

وفي حدود علم الباحث، تم تناول موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية في الرسائل الموالية:

- الجودي صاطوري: أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة في علوم التسيير – فرع – مالية المدرسة العليا للتجارة للسنة الجامعية 2005-2006، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ما مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، وما هي متطلبات تحقيق الكفاءة على النحو الذي يؤدي إلى التخصيص الكفاء للاستثمار في الأوراق المالية ويساهم في تنميتها وما هو واقع ومتطلبات تحقيق ذلك بالنسبة لسوق رأس المال في الجزائر.

- رفيق مزاهدية: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، عبارة عن رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي جامعة باتنة للسنة الجامعية 2006-2007، حيث تدور الإشكالية حول ما مدى مساهمة الأسواق المالية الكفوة في تنمية وتوجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات ذات المر دودية المجزية وذلك من خلال دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، وقد توصلت الدراسة إلى أنه من شأن سوق الأوراق المالية التي تشتغل بكفاءة

المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال التوجيه الأمثل للموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية وإتاحة المعلومات والوسائل المثلى للرصد والرقابة على أداء المؤسسات المدرجة. كما بينت الدراسة مقدار التحسن الملحوظ في سوق الأسهم السعودية والمتمثلة في النمو المستمر في مؤشر السوق وتطور المؤشرات ذات الصلة بالكفاءة مثل الرسملة السوقية، معدلات التداول ومعدلات الدوران، علاوة عن تطور أنظمة التداول والتسوية والمقاصة وتزايد عدد المؤسسات المدرجة، ورغم هذا في المؤشرات التحسن في المؤشرات فقد توصلت الدراسة إلى أن سوق الأسهم السعودية لم تؤدي دورها على أحسن وجه في دعم الاقتصاد الوطني خلال الفترة المدروسة.

## الفصل 1

### الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية

تعمل سوق الأوراق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل هذه الموارد من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي والتي تعكس الطلب على الموارد المالية.

ولتأدية عملها تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي، فهي بهذا تؤدي دورا جديدا مهم في الحياة الاقتصادية، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة التشريعية والتنظيمية والإجراءات الملائمة لهذا النوع من الأسواق للقيام بدوره.

ومن بين هذه الإجراءات نجد الإفصاح المقرر على المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية حيث يضمن الإفصاح توافر المعلومات المحاسبية اللازمة لخدمة أسواق الأوراق المالية وخاصة تلك المعلومات ذات التأثير على قرارات الاستثمار بهدف تدعيم ثقة المستثمر في المؤسسات المدرجة بسوق الأوراق المالية.

للتطرق لكل هذه الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ماهية أسواق الأوراق المالية؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية؛

- ماهية الإفصاح؛
- الإفصاح بالقوائم المالية.

### 1.1. ماهية أسواق الأوراق المالية

للأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تداول تلك الأوراق، حيث يتم شراء بيع الأسهم والسندات من قبل المتعاملين بها وتقوم أسواق الأوراق المالية بجملة من المهام للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناته وخصائصه والأدوات المتداولة فيه من خلال ثلاثة مطالب هي:

- مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها؛
- خصائص سوق الأوراق المالية و وظائفها؛
- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

#### 1.1.1. مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

للتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية ومكوناته لابد أولاً من معرفة مكانته من بين التصنيفات المختلفة للأسواق المالية وذلك من خلال الفروع التالية:

- تعريف السوق المالي ومكوناته؛
- تعريف سوق الأوراق المالية؛
- مكونات السوق المالية.

#### 1.1.1.1. تعريف السوق المالي ومكوناته

يعرف السوق المالي بأنه: "مكان التقاء عرض الأموال (الادخار) بالطلب عليها (الاستثمار)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال." [1] ص 20

هناك العديد من التقسيمات للسوق التمويلية أو ما يسمى بالسوق المالي، وأبرز هذه التقسيمات هو التقسيم الذي يجرئها إلى سوقين كل منها خصائصه وهي:

- السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية بأنها: السوق التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن السنة وتتميز تلك الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها، وأهم المؤسسات التي تعمل في السوق النقدية هي البنك المركزي والبنوك التجارية. [2] ص 4

كما تعرف بأنها: "سوق مفتوحة تنافسية، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية السوق المعنية بهذه الأدوات جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى سيولة." [3] ص 69

وتختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر و ذلك تبعا لدرجة تطور هذا السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها و رقابتها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل نموذجا من حيث التنظيم والرقابة تتكون سوقها النقدية من سوقين فرعيين. تتمثل الأولى في سوق الخصم وفيها تخصم الأوراق التجارية من كمبيالات وأذونات الخزانة، وتؤدي البنوك التجارية والبنوك المركزية دورا كبير في هذا السوق، و تتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل، و بمقتضاها تتفاعل قوى العرض و الطلب على رؤوس الأموال لآجال تتراوح بين يوم و سنة. [4] ص 06

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد إلى سنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة.

- سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها: تلك السوق المتخصصة في الاستثمارات بعيدة و متوسطة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم ( العادية والممتازة ) والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية. [3] ص 68

وتعرف سوق رأس المال أيضا بأنها: السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة ومتوسط الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة. [5] ص 124

كما تعرف بأنها: السوق التي تحتوي على تشكيلة من المنتجات المتمثلة في الأوراق المالية، والتي يتم معالجتها سواء على مستوى السوق الأولية ( إصدار الأوراق المالية ) أو على مستوى السوق الثانوي ( تداول الأوراق المالية ). P: 37 [6]

ومن خلال التعاريف السابقة، يتضح أن سوق رأس المال يمتاز بأنها:

- سوق للأوراق المالية الطويلة و المتوسطة الأجل.
- سوق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات كبيرة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.
- المتعاملون في سوق رأس المال هم الجمهور والشركات والبنوك والحكومة أو أحد هيئاتها.
- تعد سوق رأس المال كمعيار لصحة اقتصاد السوق، وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد.

### 2.1.1.1. تعريف سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع [7] ص 272

وهناك أيضا من يعرفها بأنها: " السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل وذلك عن طريق إصدار السندات أو عن طريق إصدار أسهم، على أن يكون مكان هذه السوق يباع وشراء هو بورصة الأوراق المالية، حيث يتم التعامل فيها من خلال السماسرة ويتحدد سعر هذه الأوراق وفق العرض والطلب." [8] ص 25

- مكونات سوق الأوراق المالية: تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:
- أسواق أولية

وهي السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو المؤسسة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به أول مرة، وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة. [9] ص 55

كما تعرف أيضا بأنها " تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصا، أي مقصورا على المؤسسين، أو عاما وذلك بطرح بعض أو كل الأسهم على الجمهور ودعوته إلى الاكتتاب فيها. [10] ص 19

وتعد السوق الأولية بمثابة الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق للاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية، فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية

في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعه و تبعا لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي: [11] ص 70.

- بنك الاستثمار: هو عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة التي من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الأموال، فعندما ترغب شركة مساهمة الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل ( سندات ) أو أدوات ملكية ( أسهم ) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية. [12] ص 106 - 110.
- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن المؤسسة المصدرة للورقة المالية قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة. [13] ص 9

#### - الأسواق الثانوية

وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية. وتتقسم السوق الثانوية إلى سوقين هما:

#### - السوق المنظمة

تعرف السوق المنظمة بأنها: المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا باسم البورصة [14] ص 24. وتتميز بكونها موقعا جغرافيا محددتا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء، وبموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات و تسجيلها وعرضها بشكل مستمر. [15] ص 241

وتتميز السوق المنظمة بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو بالشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار بواسطة هيئات مكونة من أعضاء السوق. [16] ص 94.

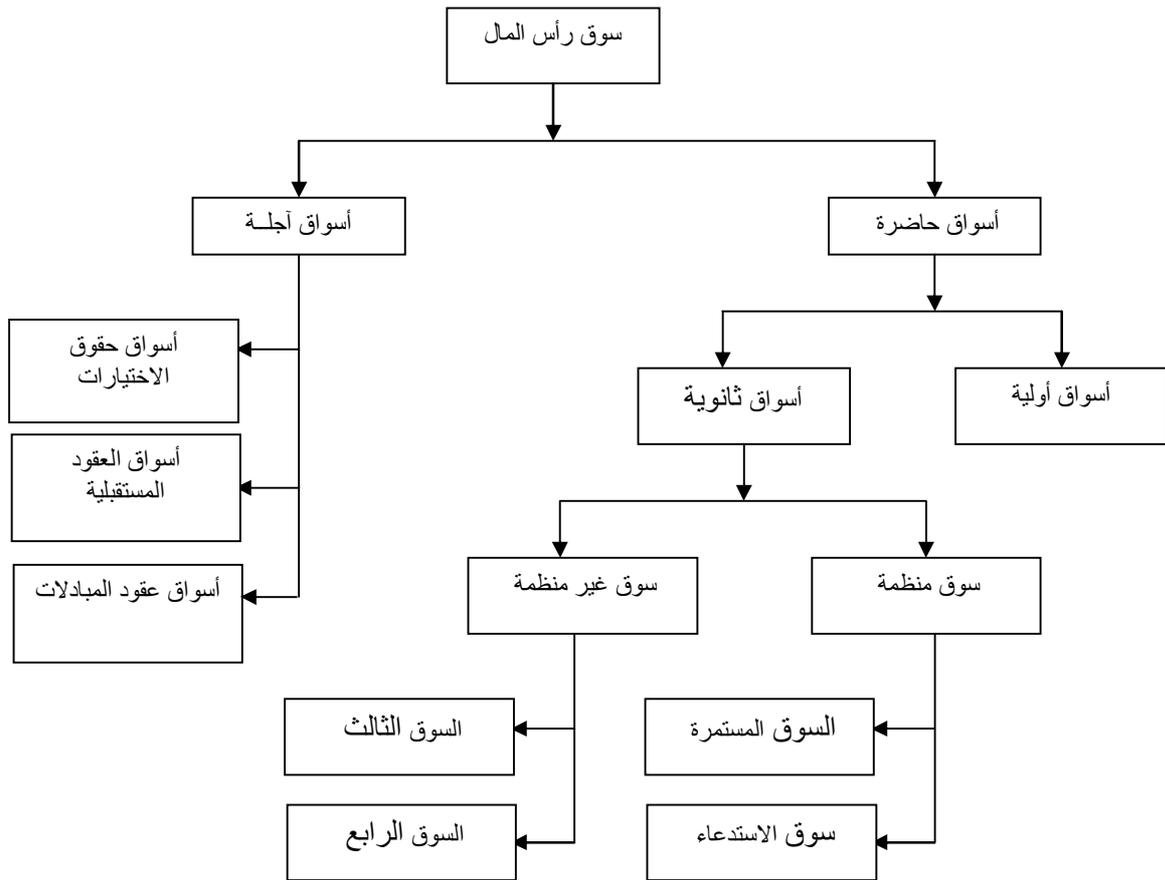
#### - السوق غير المنظمة

تتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصة)، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة. ويتضمن السوق غير المنظم السوق الثالثة والسوق الرابعة كما يلي: [16] ص 106

- السوق الثالثة: وهي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، و بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق التقاعد، صناديق الضمان الاجتماعي والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.
- السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك في ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

[14] ص 23

ويمكن توضيح مختلف مكونات سوق رأس المال و موقع سوق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي:



الشكل رقم (1): مكونات سوق رأس المال المصدر: [14] ص 29.

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

### 2.1.1. خصائص سوق الأوراق المالية وظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، سيتم توضيحها من خلال الفرعين التاليين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛
- وظائف سوق الأوراق المالية.

### 1.2.1.1. خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت. [17] ص 56
- بالإضافة إلى مسابق يمكن إضافة الخصائص التالية: [18] ص 32
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة و المتوسطة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

### 2.2.1.1. وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- أداة لتمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء من خلال: [13] ص 11-12

- توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية
  - تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية
  - أداة لزيادة الثروة حيث تعمل سوق الأوراق المالية على القيام بدور مخزن للثروة، و ذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة. وتتسم عموما الأدوات المالية التي توفرها سوق الأوراق المالية مثل سندات والأسهم بأنها لا تتعرض للاهتلاك، كما أنها قد تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها. [19] PP 13-15
  - أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد حالة تداول الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ. [20] ص 48
  - أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:
    - كفاءة التسعير: بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
    - كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
    - عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
    - الأمان: يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللااخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.
  - أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفوة تحقق نتائج أعمال جيدة لتحسين أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.
  - أداة لتقييم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لمؤسسة من المؤسسات يعد في اغلب الأحيان دليل على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.
- [13] ص 12
- أداة لتجنب الآثار التضخمية: إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تكون

طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج، بينما تساعد سوق الأوراق المالية على جذب لمدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك. [21]ص90.

- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها. [22] ص 45

### 3.1.1. الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة أو جزء منها في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة نقاط التالية:

- ماهية الأسهم؛
- ماهية السندات؛
- المشتقات والأوراق المهجنة.

#### 1.3.1.1. الأسهم

ستتم دراسة الأسهم من خلال تعريفها و تحديد قيمها وخصائصها من خلال ما يلي:

- تعريف السهم

يعرف السهم بأنه " حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل

للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري". [23] ص21

كما يعرف السهم بأنه: "الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال

الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون".

[24]ص 92

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

- القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة. [25]ص 191

- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، والتي تخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحلية والدولية، هذا فضلا عن واقع المؤسسة المعنية. [24] ص 92

- خصائص الأسهم العادية:

وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات المؤسسة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

### 2.3.1.1. السندات

ستتم دراسة السندات من خلال تعريفها و تحديد خصائصها من خلال ما يلي

- تعريف السند:

يعرف السند بأنه عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقرض - مصدر السند- أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد [12] ص 160 - 161

كما يعرف السند أيضا بأنه " ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة". [ 27] P 27

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

- خصائص السندات: للسندات خصائص نذكر منها:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقرضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي:

[3]ص 10

- تواجه السندات مخاطر انتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أقل.  
[28]ص291

### 3.3.1.1. المشتقات

ستتم دراسة المشتقات من خلال تعريفها و تحديد أنواعها من خلال ما يلي

- تعريف المشتقات

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.  
[29]ص211

-أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

- عقود الاختيار: تعرف بأنها ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما. [30] ص. 91

- العقود المستقبلية: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه، كما يعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسهولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع

العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال. [29] ص 234

الأوراق المهجنة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

- أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة.

- الأسهم الممتازة

السهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي: [12] ص 159 - 160

- إن حملة الأسهم الممتازة عادة ما يحصلون على عائد بغض النظر عن نتيجة المؤسسة لذا فالسهم الممتاز يشبه السند.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت المؤسسة في تسديد العائد المستحق لهم
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للمؤسسة وعلى قيمة الأسهم في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على المؤسسة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند. كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة مقدرة المؤسسة على الاقتراض.

- شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال المؤسسة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ المؤسسة إلى مثل هذه

الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة:

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

## 2.1. تنظيم سوق الأوراق المالية

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من أداء وظائفها كتشجيع الادخار وتنمية الوعي لاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية لا بد لها من نظام يكفل حسن التنظيم و التداول، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية سنحاول البحث في المطالب الآتية:

- آلية التعامل في أسواق الأوراق المالية؛
- شروط الدخول إلى أسواق الأوراق المالية؛
- المتعاملون في أسواق الأوراق المالية.

### 1.2.1. آلية التعامل في أسواق الأوراق المالية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية و من ثم فان دقة صياغتها و ضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية و تمهيد السبل لإبرام صفقات ناجحة، و يمكن إبراز آليات التعامل من خلال الفرعين التاليين:

- تعريف الأوامر؛
- أنواع الأوامر.

#### 1.1.2.1. تعريف الأوامر

يعرف أمر السوق بأنه: " الأمر الذي يصدره وسطاء البورصة الذين يباشرون أعمالهم كوكلاء عن زبائنهم، هذا الأمر قد يكون للبيع أو للشراء، وهو بنوعيه ملزم للوسيط الذي لا يجوز له رفض الوساطة أو الرجوع عن تنفيذ الأمر. [15]ص281-282

كما يعرف أيضا بأنه: " الأمر الذي يطلب فيه المستثمرون من الوسيط في سوق رأس المال أن يقوم ببيع وشراء عدد من الأوراق المالية وفقا لأحسن سعر متاح". [31] ص 298

وتجدر الإشارة إلى أنه يجب تحديد أمر السوق بكل وضوح من خلال تبيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة وكمية وسعر الأوراق المالية، إضافة إلى ذكر الفائدة وسنة الإصدار إذا كانت سندات، وباعتبار الوسيط مسؤولا عن تنفيذ العملية فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، حيث تكون هذه الضمانات في حالة البيع عبارة عن الأوراق المالية موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء فإن التغطية تكون عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى الوسيط.

### 2.1.2.1. أنواع الأوامر

توجد أربع أنواع من الأوامر هي: [32] ص 125-131

- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يكون فيها السعر الذي يحدده الزبون هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها ينقسم إلى نوعين:

- أوامر السوق: و هي من أكثر الأوامر شيوعا و الأسرع والأسهل للتنفيذ مقارنة مع الأوامر الأخرى وطبقا لهذا الأمر الزبون يعطي أوامره للسمسار لشراء أو بيع أسهم معينة عند أفضل سعر ممكن وبأسرع ما يمكن, و تنفيذ هذه الأوامر عادة من قبل السمسار في الحال.

- الأوامر المحددة: يضع الزبون سعرا محددًا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة.

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

- أوامر محددة بيوم: أي أن الأمر يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم, فإذا ما تسلم السمسار الأمر في الساعة العاشرة صباحا مثلا فإنه يظل ساري المفعول إلى أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم.

- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: ينتهي الأمر بنهاية المدة التي صدر من أجلها سواء كانت أسبوع أو شهر.

- الأمر المفتوح: أي ذلك الأمر الذي يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه.

- أوامر تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

- الأمر محدد للسعر خلال فترة معينة: أي يحدد سعرا معين للتنفيذ, غير انه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم أو شهر أو أكثر.
- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير انه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.
- الأوامر الخاصة: وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، حيث الأوامر المرتبطة تكون بطلب المستثمر لوسيطه بشراء كمية معينة من الأوراق المالية وبيع كمية أخرى، على أن تتم العمليتين في نفس البورصة، أما الأوامر المرجحة فتتطلب تنفيذ عمليتين مرتبطتين ببعضها البعض من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة: [33] P 28
- أوامر الإيقاف: يقصد بأوامر الإيقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها ويكون سعر البيع في أوامر الإيقاف أقل من سعر السوق، وسعر الشراء أعلى من سعر السوق.
- الأوامر بشرط: إضافة إلى ما سبق من الأوامر، فإنه يمكن إصدار عدد من الأوامر مرفقة ببعض الشروط والتي من بينها ما يلي:
- شرط الكل أو لا شيء: يشترط المستثمر بموجب هذا الأمر من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في الصفقة، في هذه الحالة لا يمكن تلبية طلب المستثمر إلا إذا كانت كمية الأوراق المطلوبة أو العروض متوفرة في سوق الأوراق المالية.
- شرط العاجل أو الآجل: بموجب هذا الأمر يطلب المستثمر من الوسيط أن ينفذ أمره سواء آجلا أو عاجلا حسب تسعيرة السوق، وبموجب هذا الشرط يمكن الاستفادة من أحسن الأسعار السائدة، حسب أهمية الفرص المتاحة في السوق العاجلة أو الآجلة.
- شرط تعيين المبلغ: يقوم المستثمر في هذه الحالة بتعيين مبلغ من المال لشراء أوراق مالية معينة دون تحديد لكمية الأوراق المطلوب شراءها. وعلى الوسيط شراء هذه الأوراق على ألا تتجاوز الصفقة المعقودة المبلغ المعين - مسبقا - من طرف المستثمر.
- شرط الأوامر المرتبطة: بموجبه يطلب المستثمر من وسيطه أن يشتري له أوراقا مالية من نوع معين إذا استطاع أن يبيع له أوراقا مالية من نوع آخر، وأحيانا يحدد المستثمر الفرق بين سعر الشراء والبيع.
- شرط الاهتمام: بناء على هذا الشرط، فإن المستثمر يترك للوسيط تأمين مصالحه، وذلك بتنفيذ الأمر حسب التقدير الشخصي للوسيط، والذي ينبغي أن يكون محل ثقة كبيرة لدى المستثمر.

## 2.2.1. المتعاملون في أسواق الأوراق المالية

يمكن حصر المتعاملون في سوق الأوراق المالية على النحو الموالي

- المستثمرون الأفراد : يمثل ادخار الأفراد أو الجمهور مصدر للتمويل لا يستهان به، حيث يعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لاملاكهم كمية هائلة من السيولة، كما أن تواجدهم يعطى حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية

- بنوك الاستثمار\*

تقدم هذه البنوك الخدمات التالية:

- تقديم النصيحة والإرشاد، باعتبار أن بنوك الاستثمار تتعامل بشكل دائم مع سوق رأس المال واكتسابها بذلك لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمكنها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية ومساعدتها في اختيار أيهما أفضل، إضافة إلى توقيت الإصدار، وذلك لأن تسعير الأوراق المالية يكون أسهل إذا كان للشركة أوراق مالية متداولة في السوق الثانوية، بينما عندما تصدر الشركة أوراق مالية لأول مرة من خلال الاكتتاب العام، فإنه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها، ويتطلب التسعير في هذه الحالة أن يضع بنك الاستثمار جميع المهارات والخبرات التي يمتلكها في ذلك.

- مساعدة الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية وإيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات المنظمة للبورصة.

- ضمان إصدار الأوراق المالية، حيث يقوم بنك الاستثمار بشراء كامل الإصدار في وقت وتاريخ محدد وعند سعر معين، وبعد ذلك يقوم بإجراءات بيع الإصدار إلى الجمهور عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به الإصدار. [12] ص 106 - 110

- صناديق الاستثمار: تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وليس في السوق الأولية كما هو الحال في بنوك الاستثمار، وبالتالي فإن وجودها ينشط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق، وعليه فإن صناديق الاستثمار عبارة عن صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركة مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

[34] ص 29

- المستثمرون التأسيسيون: قبل توضيح أهم المستثمرين التأسيسيين ينبغي التعريف بهم، وذلك على النحو الموالي:

\* سبق تعريف بنوك الاستثمار في طرق إصدار الأوراق المالية ( المبحث الأول المطلب الثاني)

- تعريف المستثمرين التأسيسيين : يمكن تعريفهم بأنهم: هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة ، ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة ومن أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق.

- أنواع المستثمرين التأسيسيين: من بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد: [35]ص54

- الصناديق ذات الطابع الاجتماعي: وهي عبارة عن هيئات تقدم لمنحيتها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخل (أجور، رواتب)، حيث يتم تجميع هذه الأموال وتوجيهها لشراء أسهم وسندات والتعامل بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، والتي تمكنها من مواجهة وتغطية مصاريفها المتزايدة، ونظرا للفارق الزمني بين عملية الاقتطاع وعملية تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق فإن هذه الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية.

- شركات التأمين: وهي هيئات تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص وتحصل مقابل ذلك على عمولات، مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، والمحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.

- صناديق الإيداع والضمانات: تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، وهذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول والمحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.

- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية: تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا مهما في جلب المدخرات، نظرا لما تمتلكه من خبرة واسعة في مجال البورصة.

وتتكون هذه الهيئات عموما مما يلي: [36]

- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت: يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة الأوراق المالية شراء وبيعا لفائدة المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: وهي شركات يتكون رأسمالها من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغير بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا بسبب دخول وخروج المساهمين نتيجة بيع وشراء حصصهم.
- الصناديق الجماعية للتوظيف: وهي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، ويتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، وذلك بهدف جذب الأفراد والعائلات غير المختصة في النشاط البورصي، باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق وتسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.
- نوادي الاستثمار: وهي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح والمشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك، وتختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة خاصة به. [34] ص 43

- المتعاملون الآخرون: يمكن التمييز بين أربع متعاملين هم:

- الحكومات: تعتبر الحكومات بوزارتها وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في البورصة سيما في أسواق السندات. وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق حملة من الأهداف فيما يلي: [37] ص 63-64.
- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل المشاريع التنموية المتنوعة.
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على السيولة و كيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة.
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه المصلحة الاقتصادية للبلد.
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة.

- المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة: تعتبر المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضا في سوق الأوراق المالية. وتلجأ المؤسسات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية كما تقوم المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، وهذا بغرض استثمار

النقدية الزائدة والفائضة في الخزينة في أوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل.

[34] ص 43

- البنوك التجارية: تمتلك البنوك خبرة واسعة في الشؤون المالية، وعليه تعد من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية حيث يأخذ تدخل البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال الآتية: [34]ص

43

- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص، حيث تقوم بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، إضافة إلى المشاركة في المشاريع وتنميتها، كما يمكن للبنوك أن تقوم بالاكتتاب في القروض بسوق السندات.

- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحساب الغير، وذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مقابل حصولها على عمولات، كما يمكنها القيام بمختلف الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية، خاصة إذا كانت هذه الأنشطة تخص سندات تصدرتها الدولة أو إحدى هيئاتها.

- الجمعيات ذات الطابع غير الربحي: تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الاجتماعي والثقافي والعلمي والرياضي والتي غالبا ما يكون لهذه الجمعيات سيولة كبيرة بإمكانها أن توظفها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عوائد تساعد في الأخير من أن تتوسع في أنشطتها. [35] ص 57

- الوسطاء بالسوق

لتوضيح مختلف أنواع الوسطاء في البورصة ووظائفهم، فإنه سيتم عرض الوسطاء الذين يعملون ببورصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها من أكفأ البورصات في العالم، حيث تضم عضوية البورصة خمسة أنواع من الأعضاء وهم: [38]ص 130-131.

- السماسرة الوكلاء: يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في البورصة ويعملون كوكلاء لإحدى بيوت السمسرة، ويظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظرا لارتفاع تعاملاتها، حيث تحقق من وراء ذلك عوائد طائلة تتمثل في العمولات المتأتية من مكاتب السمسرة، وتقدم هذه الأخيرة خدمات عديدة ومتنوعة من أهمها

- توفير المعلومات عن طريق التقارير السنوية، والتي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري بناء على المعلومات.
- تقدم مكاتب السمسرة المعونة والإرشاد لعملائها في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، وقد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل واتخاذ القرارات نيابة عنه.
- تقديم التسهيلات الائتمانية بتوفير خدمة الاقتراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات وهو ما يطلق عليه البيع على المكشوف.
- توفير الخزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء، ومن ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق المالية كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع، كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن السمسار الوكيل لا يقوم بتقديم هذه الخدمات التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة، وإنما يقدم خدمة الشراء والبيع فقط للعملاء والحصول على العمولة.

- سمسرة الصالة: ويطلق عليهم أحيانا سمسرة السمسرة، و يقدمون الخدمة لأي متعامل و هم لا يعملون لحساب بيت السمسرة بعينه، و لهذا يقوم سمسار الصالة بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة، و قد تلجا إليهم أحيانا بيوت السمسرة لتأدية خدمة من الخدمات في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السمسرة الوكلاء على تغطيتها. [16] ص 503

- تجار الصالة: وهم سمسرة يعملون لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين، وتتأذى أرباحهم من التسعير غير المناسب، أي من فروق أسعار الشراء و البيع للأوراق المالية والتي تحدث مؤقتا نتيجة عدم التوازن في المعاملات داخل السوق، و لذلك يطلق عليهم لفظ المضاربين Speculators. [39] ص 34

يطلق عليهم بالتجار المسجلين، وهم يختلفون عن سمسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، وهم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع وشراء أوراق مربحة ويناجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، وهم في بعض الأحيان يبيعون ويشتررون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلوا على ربح ناتج من تغير بسيط في الأسعار، وهذا النشاط يسمى بالتجارة اليومية.

- المتخصصون: يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار ونشاط الاتجار في الأوراق المالية، حيث أنه ينفذ عمليات لصالح سمسرة مقابل عمولة، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص، ولكنه يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، ولا يجوز أن يتعامل في الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد.

ويلتزم المتخصص وفقا لشروط تسجيله وممارسته للنشاط، بتحقيق التوازن في السوق بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير، ومن ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس، للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب حتى لا تفقر الأسعار بهامش كبير. وعليه، يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين باعتبارهم مسؤولين على خلق سوق يتصف بالعدالة والانتظام من خلال التعامل بالأسهم المخصصة لهم. [38] ص 131

- تجار الطلبات الصغيرة: يقوم تجار الطلبات الصغيرة بشراء الأوراق المالية وتوفيرها للمشتريين بكميات صغيرة ويحصلون على فرق السعر بين الشراء والبيع.

### 3.2.1. شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية

تتطلب عملية إدراج المؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية: [40] 28-29 p

- يشترط في المؤسسة التي ترغب في دخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخل وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

و تعد قواعد التسجيل و إجراءاتها في السوق المنظمة (البورصة) أساسية لقبول الورقة المالية و سنأخذ كنموذج قواعد التسجيل في كل من سوق نيويورك للأوراق المالية و السوق الفرنسية

- قواعد التسجيل للأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية: NYSE

- الشروط العامة:

- مكانة مناسبة للمؤسسة الورقة المالية على مستوى الاقتصاد
- تسجيل أداء مستقر في الصناعة التي تنتمي إليها
- انتمائها إلى صناعة تتميز بالنمو.

- الشروط الخاصة:

- تحقيق صافي الربح قبل الضريبة للمؤسسة مصدرة الورقة لا يقل عن 2.5 مليون دولار للعام السابق للتسجيل و لا يقل عن 2 مليون دولار للعامين السابقين
- القيمة الرأسمالية للأصول الملموسة 18 مليون أو أكثر.
- لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن 1.1 مليون سهم و بحد أدنى 18 مليون دولار قيمة الأسهم.
- وجود 1200 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل.

- قواعد التسجيل للأسهم في السوق الفرنسية

- السوق الأولى: Le premier marché:

مخصصة للمؤسسات الوطنية الفرنسية والأجنبية برسمة بورصية اقل من مليار أورو، وشروط الإدراج في هذا السوق هي:

- الطرح للاكتتاب العام على الأقل 25 % من رأس المال المملوك.
- تقديم القوائم المالية السنوية لثلاث سنوات مصادق عليها من طرف مراقب حسابات.
- إشراف و مصادقة لجنة السوق المالية AMF\*.

- السوق الجديدة: Le nouveau marché

انشأ سنة 1996 مخصص للتداول على أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة وذات التكنولوجيا العالية و التي تعرف نمو سريع، لمساعدتها في الحصول على مساهمين جدد لتمويل تطويرها، و يشترط هذا السوق ما يلي:

- الطرح للاكتتاب العام على الأقل 20 % من رأس المال، مكونة من 100000 سهم بقيمة 5 مليون أورو على الأقل.

\* Autorité des marchés financiers

- 50 % من الأسهم المطروحة في السوق عند الإدراج يجب أن تكون أسهم جديدة.
- هذا النوع ليس مطالب انشر القوائم المالية بل مطالبة بتقديم مشروع التطوير الاستراتيجي لثلاث سنوات. [41]p21

### 3.1. ماهية الإفصاح

تعتبر المحاسبة نظام المعلومات لقياس إيصال نتائج الأحداث الاقتصادية للمؤسسات إلى فئات عديدة من ذوي الشأن و أصحاب المصالح، ويعتبر الإفصاح المحاسبي الوسيلة الرئيسية والأداة الفعالة لإيصال نتائج تلك الأحداث لهؤلاء المستخدمين لدعم قراراتهم خصوصا المتعلقة بمجالات الاستثمار والتمويل، و لتوضيح ذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى ثلاث مطالب هي:

- مستخدمو المعلومات المحاسبية؛
- مفهوم الإفصاح و أنواعه؛
- طرق و توقيت الإفصاح.

#### 1.3.1. مستخدمو المعلومات المحاسبية وخصائصها

تعتبر المعلومة المحاسبية من العناصر الأساسية التي يعتمد عليها مستخدموها في اتخاذ قراراتهم، ولتحديد مستخدمي وخصائص المعلومة المحاسبية سنتطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- مستخدمو القوائم المالية و احتياجاتهم من المعلومات؛
- الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية.

#### 1.1.3.1. مستخدمو القوائم المالية و احتياجاتهم من المعلومات

تلجأ فئات متعددة لاستخدام المعلومات في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة. وقد حدد الإطار المفاهيمي لإعداد و عرض القوائم المالية - الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية - عدد من الفئات كمستخدمين للقوائم المالية . كما حدد الإطار طبيعة المعلومات التي تحتاجها كل فئة على النحو التالي: [42]ص4

- 1- المستثمرون الحاليون و المحتملون: أهم المعلومات التي تحتاجها هذه الفئة تتمثل في:
  - المعلومات التي تساعد المستثمر في اتخاذ قرار شراء أو بيع أسهم المؤسسة.
  - المعلومات التي تساعد المستثمر في تحديد مستوى توزيع الأرباح الماضية، الحالية والمستقبلية وأي تغيير في أسعار أسهم المؤسسة.

- المعلومات التي تساعد المستثمر في تقييم كفاءة إدارة المؤسسة.
- المعلومات التي تساعد المستثمر في تقييم سيولة المؤسسة ومستقبلها وتقييم سهم المؤسسة بالمقارنة مع أسهم مؤسسات أخرى
- الموظفون: يحتاج الموظفون في المؤسسة إلى معلومات تتعلق بمدى الأمان الوظيفي ومدى التحسن الوظيفي المتوقع في المستقبل، إضافة إلى معدلات الأجر وحجم المشاركة في الأرباح وكذا مستوى الدخل السنوي. [43]ص 94
- الموردين والدائنين التجاريين: تحتاج هذه الفئة إلى معلومات تساعد في تقدير ما إذا كانت الشركة ستكون زبونا جيدا قادر على سداد ديونه. [42]ص 4
- الزبائن: يحتاج الزبائن إلى المعلومات التي تساعد على التنبؤ بضمان توفر المعروض من السلع وضمان استمرار المشروع.
- المقرضون: بحاجة إلى معلومات تساعد في تقدير قدرة الشركات المقترضة على توفير النقدية اللازمة لسداد أصل القرض و الفوائد المستحقة عليه في الوقت المناسب.
- الحكومة ودوائرها المختلفة: تحتاج هذه الفئات إلى معلومات تساعد في التأكد من مدى التزام الشركات بالقوانين ذات العلاقة مثل: قانون الشركات، قانون الضريبة على الدخل.
- الجمهور: يحتاجون إلى معلومات تتعلق بأداء الاقتصاد الكلي والأمن الصناعي وكذا الاعتبارات البيئية. [43]ص 94
- والجدير بالذكر أن فئات مستخدمي القوائم المالية تتسع لتشمل جميع من لهم مصلحة في المؤسسة معده القوائم المالية، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. ومن هذه الفئات التي لم يرد ذكرها ضمن إطار إعداد و عرض القوائم المالية - الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية – إدارة المؤسسة والمحللون والمستشارون الماليون و السوق المالي والمنافسون

### 2.1.3.1. الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية:

الخصائص النوعية هي صفات تجعل المعلومة المعروضة في القوائم المالية ذات فائدة لمستخدمي المعلومات المحاسبية و تجعلها ذات جودة عالية و هي أربع خصائص: قابلية الفهم، الملائمة، الموثوقية وقابلية المقارنة.

## - قابلية الفهم:

تتطلب هذه الخاصية قابلية المعلومات المحاسبية للفهم من قبل المستخدمين لها، ويفترض أن لدى مستخدمي المعلومات المحاسبية مستوى معقول من المعرفة في مجال المحاسبة وفي أعمال المؤسسة ونشاطاتها الاقتصادية. ولديهم الرغبة في بذل الجهد الكافي لدراسة المعلومات المحاسبية المقدمة في التقارير المالية للمؤسسة.

إن إمكانية فهم المعلومات تتوقف على طبيعة البيانات التي تحتويها القوائم المالية وكيفية عرضها من ناحية، كما تتوقف على قدرات من يستخدمونها وثقافتهم من ناحية أخرى. وبالتالي فإنه يتعين على من يضعون معايير المحاسبة، كما يتعين على من يقومون بإعداد القوائم المالية أن يكونوا على بينة من قدرات من يستخدمون هذه القوائم وحدود تلك القدرات، وذلك حتى يتسنى تحقيق الاتصال الذي يكفل إبلاغ البيانات التي تشملها تلك القوائم. كما لا يمكن الاستفادة من المعلومات إذا كانت غير مفهومة لمن يستخدمها [44] ص 64

## - الملاءمة:

حتى تكون المعلومات المالية المعروضة ملائمة يجب أن تكون ذات صلة بالقرارات، وبالتالي تؤثر على القرارات الاقتصادية و المالية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية أو تعديل عملية التقييم السابقة [42] ص 4، أي يجب أن تكون خاصية الملاءمة مرتبطة بكل من:

- مستخدم المعلومات المحاسبية وقدراته على التعامل مع تلك المعلومات، لذا فقد تكون المعلومة المحاسبية ملائمة لبعض المستخدمين لها وفق إدراكهم لمحتوياتها، بينما لا تكون كذلك لغيرهم لعدم فهمهم لهذا المحتوى، مما يشير إلى أن عنصر القابلية للفهم يمثل عنصرا رئيسيا لتحقيق الملاءمة.
- الأثر الذي يمكن أن تحدثه المعلومات على اتخاذ القرار عند المقارنة بين البدائل.
- الإدراك المتكامل لمعدي المعلومات المحاسبية لطبيعة احتياجات المستخدمين لهذه المعلومات.

[43] ص 105

## - الموثوقية:

حتى تكون المعلومات مفيدة يجب أن تكون موثوقة وتمتلك المعلومة صفة الموثوقية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة ومحيدة ويمكن الاعتماد عليها من قبل المستخدمين كمعلومات تمثل بصدق العمليات والأحداث أو من المتوقع أن تمثل الأحداث المستقبلية بمعقولية.

وقد بين مجلس معايير المحاسبة الدولية أن هذه الخاصية تتحقق من خلال الخصائص الفرعية التالية:

- التمثيل الصادق: حتى تكون المعلومة المالية موثوقة يجب أن تعبر بصدق عن العمليات المالية والأحداث الأخرى التي حدثت في المؤسسة أو من المتوقع أن تعبر عنها بصدق، فعلى سبيل المثال يجب أن تعبر قائمة المركز المالي بصدق عن العمليات المالية و الأحداث الأخرى التي تنشأ عنها أصول والتزامات و حقوق ملكية المؤسسة بتاريخ إعداد التقارير المالية وفقا لأسس الاعتراف المحاسبي.

- الجوهر فوق الشكل: حتى تمثل المعلومات المالية بصدق العمليات المالية و الأحداث الأخرى التي من المفترض أنها تمثلها من الضروري أن تكون عرضت و تم المحاسبة عنها طبقا لجوهرها وحققتها الاقتصادية و ليس طبقا لشكلها القانوني فقط، لان جوهر العمليات المالية والأحداث الأخرى غير متوافق دائما مع الشكل القانوني للعمليات المالية، فعلى سبيل المثال عند وجود عقد تأجير تمويلي يقوم المستأجر بتسجيل وإظهار الأصل في سجلاته و قوائمه المالية بالرغم من أن الملكية القانونية هي بيد المؤجر نظرا لانتقال مخاطر ومنافع الملكية إلى المستأجر، رغم أن الظاهر أو الشكل القانوني يقول أن المؤجر هو من يملك الأصل.

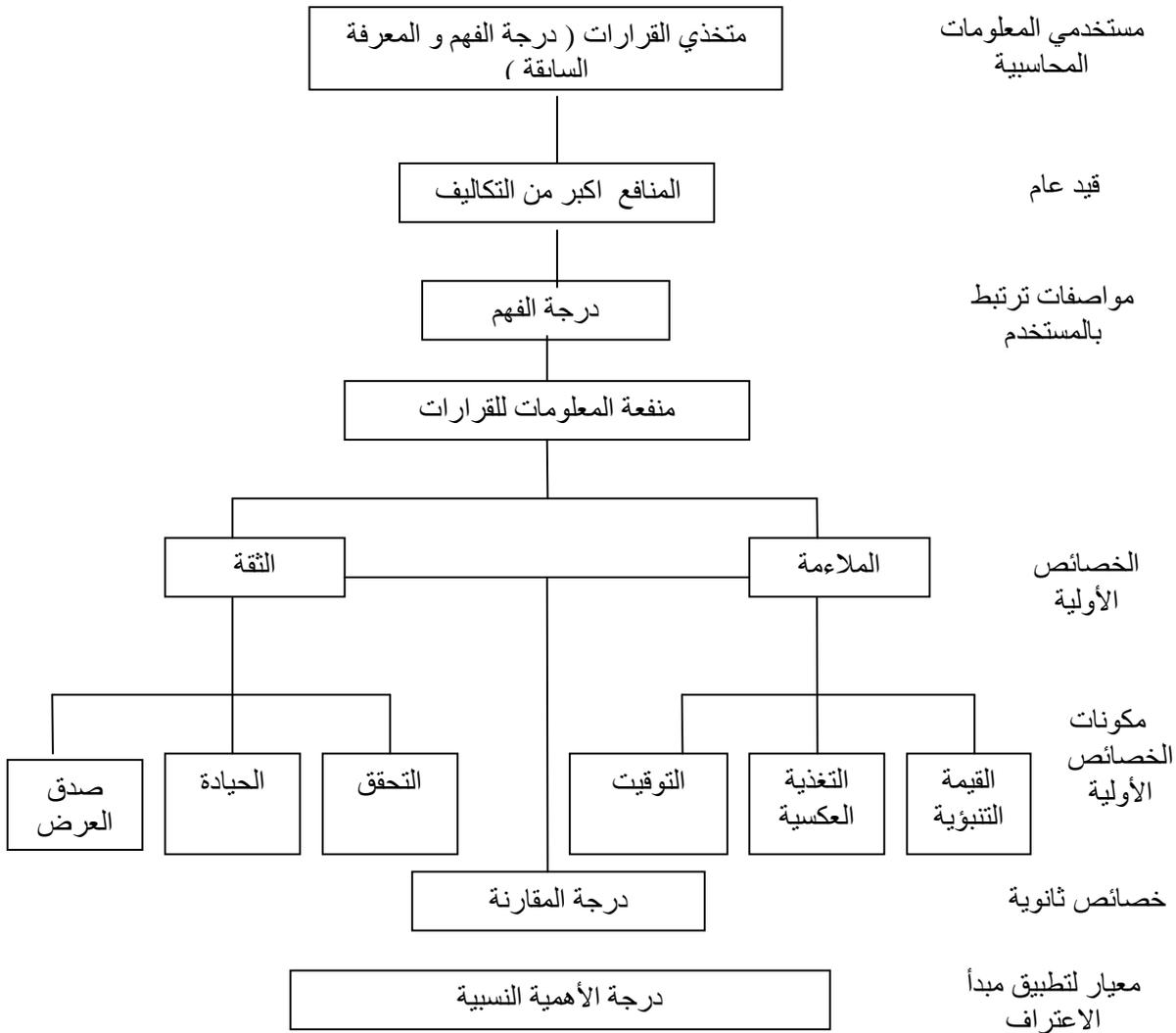
- الحياد: يعني هذا المفهوم أنه لا يمكن انتقاء المعلومات بشكل يتضمن تفضيل أحد الأطراف المستفيدة بها على طرف آخر مع عدم إخفاء معلومات أساسية وأن المعايير كذلك يجب أن تكون خالية من التحيز بحيث يمكن الاعتماد عليها، وأن المعلومات الحقيقية والصادقة يجب أن تكون محل الاهتمام الأول. لقد تعرض مفهوم الحياد إلى هجوم متزايد حيث أعلن البعض أنه لا يجب إصدار معايير إذا كانت ستؤدي إلى آثار اقتصادية غير مرغوب فيها بالنسبة للمؤسسة، لكن هذا الرأي لا يوافقه أغلبية المحاسبين، إذ يميلون إلى الاعتقاد السائد بأن المعلومة يجب أن تكون حيادية وصادقة حتى تأخذ ثقة الأطراف المعنية، إذ بدون الثقة في القوائم المالية فلن يستخدم الأفراد المعلومات التي تتضمنها.

- الحيطة والحذر: تعني هذه الخاصية وجود درجة من الحذر في اتخاذ الأحكام الضرورية لإجراء التقديرات المطلوبة في ظل حالات عدم التأكد بحيث لا يتم تضخيم الأصول والإيرادات والدخل أو تخفيض الالتزامات والمصروفات، إلا أن ممارسة الحذر يجب أن تكون بمقدار معقول ودون مبالغة حيث قد تؤدي المبالغة في الحذر والتحفظ إلى جعل القوائم المالية غير محايدة وبالتالي عدم تحقيق خاصية الموثوقية، مثل عدم السماح بتكوين احتياطات سرية أو مخصصات مبالغ فيها أو تخفيض متعمد للأصول و الدخل.

ويرى beaver أن تكون موثوقة فان المعلومات الواردة في القوائم المالية يجب أن تكون كاملة ضمن حدود المادية و التكلفة، لان أي حذف في المعلومات يمكن أن يجعلها خاطئة أو مضللة و بالتالي تصبح غير موثوقة و يخفض ذلك من درجة ملاءمتها. [42] ص 284

- قابلية المقارنة:

يقصد بقابلية المقارنة للقوائم المالية إمكانية مقارنتها لفترة مالية معينة مع القوائم المالية لفترة أو فترات أخرى سابقة لنفس المؤسسة، أو مقارنة القوائم المالية للمؤسسة مع القوائم المالية لمؤسسة أخرى ولنفس الفترة. بينما يعني الثبات إتباع النسق الواحد في تطبيق نفس الإجراءات لمعالجة الأحداث المماثلة عبر الدورات المحاسبية المتتالية في مؤسسة واحدة، فإن مفهوم قابلية المقارنة هو استخدام نفس الإجراءات المحاسبية بين المؤسسات المختلفة، بحيث تتيح إمكانية مقارنتها مع معلومات الأنشطة الأخرى من جهة وإجراء المقارنات فيما بينها من جهة أخرى، كما تمكن صفة القابلية للمقارنة المستخدمين من تحديد جوانب الاتفاق والاختلاف الأساسية في الظواهر الاقتصادية طالما أنه لم يتم إخفاء هذه الجوانب باستخدام طرق محاسبية غير متماثلة. إن قرارات تخصيص الموارد تتضمن عمليات تقييم البدائل، ولا يمكن إجراء تقييم للبدائل إلا إذا كانت هناك معلومات قابلة للمقارنة. [44] ص 64



شكل رقم (02) : الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية المصدر : [102]ص:34.

### 2.3.1. مفهوم الإفصاح وأنواعه

الإفصاح لغة هو الكشف والتبيان فيقال أفصح عن الشيء أي بينه وكشفه ويقصد به لدى المحاسبين والماليين إرفاق إيضاحات مع القوائم المالية يبين فيها المعلومات التي تتطلب مفاهيم ومعايير المحاسبة المالية وأصول الممارسة المحاسبية ضرورة الكشف عنها وتبينها إلى مستخدمي القوائم المالية حتى توفر فهما أكثر للقوائم المالية، و لتوضيح ذلك سنطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- مفهوم الإفصاح

1.2.3.1. مفهوم الإفصاح

يعرف الإفصاح بأنه عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو الهوامش والملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب مما يجعل القوائم المالية غير مضللة وملائمة لمستخدميها من الأطراف الخارجية والتي ليس لها سلطة الإطلاع على الدفاتر والسجلات للمؤسسة. و يرى Foster أن دور الإفصاح بالقوائم المالية هي تقليل حالة الغموض بالنسبة لمتخذي القرار. [45] ض578

كما يعرف الإفصاح بأنه: العملية والمنهجية الخاصة بتوفير المعلومات ووضع قرارات السياسة المعروفة والتي من خلالها يتم توفير المعلومات في وقت مناسب وبطريقة واضحة ظاهرة للعيان. [46] ص279

ويرى beaver أن الإفصاح في بدايته كان يركز على المستثمرين العاديين حيث تكون قدراتهم التفسيرية محدودة ولا يتلقون مساعدة من الوسطاء. أما الإفصاح المعاصر فهو إفصاح متباين أو تمييزي بحيث يفترض وجود معيارين:  
الأول: يتضمن تفاصيل ومعلومات فنية كثيرة و يعتبر ذلك ملائم للاستخدام بواسطة المهنيين.  
الثاني: إفصاح مختصر وقل من الناحية الفنية ويكون أكثر قبولا للفهم من طرف غير المهنيين. [47] ص93

وتنقسم المعلومات التي تفصح عنها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين:  
الأول: المعلومات المطلوبة من أجل طرح الأوراق المالية وعادة ما توضع هذه المعلومات في نشرة الاكتتاب.

الثاني: التقارير الدورية التي تعدها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية من تنشر هذه التقارير سنويا أو كل ستة أشهر أو ثلاثة أشهر، وكذا عندما تقع حوادث تؤثر بصورة جوهرية على المؤسسة وأعمالها يتعين أن تقوم المؤسسة مصدرة الأوراق المالية بإرسال تقارير فورية إلى مراقب السوق ونشرها على جمهور المستثمرين.

2.2.3.1. أنواع الإفصاح

عرف التطور التاريخي ظهور ثلاث أنواع للإفصاح و هي:

- الإفصاح الكافي: يتضمن هذا النوع الإفصاح عن أدنى قدر من المعلومات. ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيراً مباشراً في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

- الإفصاح العادل: ينطوي هذا الإفصاح على قيد أخلاقي يدعو إلى المعاملة المتوازنة بين مستخدمي المعلومات المحاسبية.

- الإفصاح الشامل: يستلزم التعبير عن الأحداث الاقتصادية بدقة حتى يتم ضمان عدم إخفاء أي معلومة جوهرية قد تؤثر على مصالح المستثمر العادي.

بالإضافة إلى الأنواع الثلاثة السابقة، فقد رأى البعض ضرورة إضافة النوعين التاليين:

- الإفصاح الإلزامي: ويضم الإفصاح هنا وفقاً لما نصت عليه القوانين المختصة وذلك قد يكون على حساب معلومات أخرى ربما تكون مهمة، إلا أن القوانين المختصة لم تُول الاهتمام الكافي لإظهارها.

- الإفصاح الإعلامي: ويتضمن الإفصاح عن معلومات إضافية من أجل توسيع معرفة مستخدمي القوائم المحاسبية، فهو يظهر إلى جانب المعلومات المحاسبية المهمة التي نصت عليها القوانين المختصة، معلومات محاسبية إضافية يعتقد بأنها ضرورية لإكمال عملية الإفصاح وجعلها أكثر نجاحاً. [44]ص82

وقد حاول Hendriksen أن يربط بين مفاهيم الإفصاح، وقد رأى بأن الإفصاح الكافي يتفق مع الهدف السلبي الذي يضمن الإفصاح عن أقل قدر من المعلومات بحيث تكون القوائم المالية غير مضللة، أما مفهومي الإفصاح العادل و الشامل فيرى أنهما يتفقان مع الهدف الإيجابي باعتبار الإفصاح العادل ينطوي على هدف أخلاقي بحيث يضمن المعالجة المتوازنة لكل مستخدمي المعلومات المحاسبية، أما الإفصاح الشامل و هو الأكثر شيوعاً ينطوي على عرض كل المعلومات الملائمة.

وقد انتقد عدة كتاب من بينهم Hendricksen و keiso مبدأ الإفصاح الشامل إذ يصعب تطبيقه عملياً ويتطلب الإفصاح عن حقائق مالية كبيرة الأهمية بحيث تؤثر على تقييمات مستخدمي المعلومات وقد تخفي معلومات جوهرية مما يؤدي إلى صعوبة عملية تفسير المعلومات، ومن ثم إعاقة عملية اتخاذ القرارات.

### 3.3.1. طرق الإفصاح و توقيته

بعد أن تم تعريف الإفصاح و تحديد أنواعه، سنتطرق في هذا المطلب إلى طرق الإفصاح و توقيته من خلال الفروع التالية:

#### 1.3.3.1. طرق الإفصاح

يتم الإفصاح عن المعلومات ذات الآثار المهمة على قرارات مستخدميها في القوائم المالية، في حين يتم الإفصاح عن المعلومات الأخرى خصوصا التفاصيل إما في الملاحظات أو الإيضاحات المرفقة بتلك القوائم المالية أو في جداول مكملة تلحق بها، كما يتطلب الأمر في بعض الأحيان الإفصاح عن معلومة الواحدة نفسها إذا كانت مهمة في أماكن متعددة من البيانات المالية.

وحتى تكون الصورة واضحة ومكتملة عن الأحداث والعمليات الاقتصادية للمؤسسة عن فترة معينة فإنه يمكن استخدام الأساليب والطرق التالية.

- التوضيح بين قوسين: وتقدم الإيضاحات الإضافية بين الأقواس بشكل مختصر بعد البند الوارد في القائمة المالية المباشرة، بمعنى أنها تفصح عن معلومات إضافية وتضيف مزيدا من التوضيح والاكتمال، وتمتاز هذه الطريقة بأنها تدرج المعلومات الإضافية في صلب القائمة مما يقلل من احتمال عدم الانتباه إليها، كأن تذكر القيمة العادلة لبند تم تقييمه بالتكلفة التاريخية ولا يحبز استخدام التوضيحات المطولة بين الأقواس حتى لا تؤدي الإطالة في الإخراج عن سياق القائمة. [48] ص 354-355.

- الملاحظات: و تستخدم عندما لا يكون مناسبا إظهار الإيضاحات بين قوسين خاصة عندما يتطلب التوضيح شرحا مطولا، وتعرض الملاحظات كل الحقائق الهامة بأكبر قدر ممكن من الإيجاز والاكتمال ويجب أن تصاغ مع أجزاء أخرى من القوائم المالية دون أن تقدم الإجابة عن هذه التساؤلات.

وتتضمن الملاحظات أيضا معلومات إضافية لما تم عرضه في القوائم المالية وتشمل ملخصا للسياسات المحاسبية و ملاحظات تفسيرية أخرى تتعلق ببند القوائم المالية. إضافة إلى الإفصاحات عن الالتزامات والأصول الطارئة وأي بنود أخرى تتعلق بحقيقة المركز المالي ونتيجة الأعمال. [49] ص 97

- بنود مقابلة و متصلة: بمعنى أن تدرج المعلومة في مكان ما من القائمة و تدرج معلومة مرتبطة بها في مكان آخر من القائمة، بحيث تمثل العلاقة بين بند من الموجودات وآخر من المطلوبات، نقطة الاتصال في الميزانية العمومية. كربط حسابات بعض الموجودات طويلة الأجل واهتلاكها المتراكم، حتى يتعرف القارئ على التكلفة الأساسية للأصل و الاهتلاك المتراكم حتى تاريخ الميزانية.

- الجداول المرفقة: حيث يتم استخدام جداول مرفقة لعرض المزيد من المعلومات التفصيلية عن بعض الموجودات أو المطلوبات، بصفة أن الميزانية تعرض بند واحد مجملا يشمل على عدة بنود فرعية لهذا البند. كانت تدرج في الميزانية رقما يمثل مجموع قيم الموجودات طويلة الأجل ويتم عرض بنود هذه الموجودات في جدول منفصل، مع توضيح للأرصدة الافتتاحية والاستبعادات والإضافات خلال السنة. وبيان مصاريف الاهتلاك عن الفترة والاهتلاك المتراكم حتى نهاية السنة المالية. [48] ص 355

### 2.3.3.1. توقيت الإفصاح

يعتبر الإسراع في نشر القوائم المالية وعدم التأخير من المتطلبات الهامة لتكون القوائم المالية مفيدة لمستخدميها . حيث يعد التوقيت المناسب واحدا من ثلاث صفات هامة لخاصية الملائمة للمعلومة المحاسبية (إضافة إلى صفتي القيمة التنبؤية والتغذية العكسية)، وحتى يكون الإفصاح مفيدا فإنه إضافة إلى اشتراط أن تكون المعلومات كافية وموثوقة وقابلة للمقارنة والفهم يجب أن يتوفر التوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها لمستخدمي هذه المعلومات، وتتناقص منفعة المعلومة ثم تزول إذا لم تأتي في وقتها، بمعنى أن المنفعة التي يحققها متخذ القرار ترتبط بمدى حصوله على المعلومات المناسبة في الوقت المناسب، ولذلك حرصت قوانين الشركات في الدول المختلفة وتعليمات هيئات الأسواق المالية العالمية أن تلتزم المؤسسات المدرجة في تلك الأسواق بعملية الإفصاح عن المعلومات خلال فترة زمنية معقولة من تاريخ انتهاء السنة المالية أو الفترة المرحلية، وتزويد هيئة الأوراق المالية بنسخ من القوائم المالية المرحلية الرباعية أو نصف السنوية بهدف توفير المعلومات الحديثة والمستمرة على فترات متقاربة للمتعاملين في الأسواق المالية. [48] ص 356

كما نشير هنا إلى أن معيار المحاسبة الدولي رقم (01) -عرض القوائم المالية- أوجب ضرورة قيام المؤسسات بنشر قوائمها المالية خلال ستة أشهر من انتهاء السنة المالية، ولا يعتبر تعقيد وصعوبة عمليات بعض المؤسسات مبررا لها لتأخير إصدار قوائمها المالية. [42] ص 28

بهذه الآلية يمكن أن تقدم المعلومات المالية والتقارير المرفقة معها مؤشرات مالية وأخرى غير مالية، من شأنها أن تعزز عوامل الثقة والإقبال على اقتناء أسهم مختارة إذا كانت مؤشرات إيجابية. ومن ثم إحداث التأثير المناسب على حركة التداول في أسواق الأوراق المالية.

### 4.1. الإفصاح بالقوائم المالية

بعد أن تطرقنا في المبحث السابق إلى ماهية الإفصاح، سنتناول في هذا المبحث الإفصاح بالقوائم المالية من خلال المطالب الثلاثة التالية:

- مفهوم القوائم المالية أنواعها و أهدافها؛
- قواعد الإفصاح في القوائم المالية؛
- الشفافية التكامل والترابط في القوائم المالية.

#### 1.4.1. مفهوم القوائم المالية أنواعها وأهدافها

إن المنتج النهائي للمحاسبة المالية يتمثل في القوائم المالية التي يتم إعدادها كملخص للمعلومات التي سجلتها وبيوتها المحاسبية، ولتوضيح هذا المنتج النهائي نتناول في هذا المطلب الفروع التالية:

- مفهوم القوائم المالية ؛
- أنواع القوائم المالية؛
- أهداف القوائم المالية .

#### 1.1.4.1. مفهوم القوائم المالية

القوائم المالية هي الوسائل التي بموجبها تنقل إلى الإدارة والأطراف المعنية صورة مختصرة عن الأرباح والمركز المالي للوحدة الاقتصادية، ولكون القوائم المالية في جوهرها هي الناتج النهائي للعملية المحاسبية، فإن الشخص الذي يتفهم محتوى ومضمون هذه القوائم سوف يدرك أهمية الغرض من الخطوات الأولية وهي تسجيل وتبويب العمليات، فالقوائم المالية اصطلاح محاسبي له صفة الشمولية ويضم تحت مظلته في المؤسسات الهادفة للربح، الحسابات الختامية والميزانية وقوائم وملحوظات أخرى إضافية مكملة أو متممة.

انطلاقاً مما سبق، نستخلص أن القوائم المالية هي عبارة عن مجموعة من البيانات المسجلة وفق مبادئ متعارف عليها محاسبياً يتم من خلالها توضيح نتائج معاملات المؤسسة من خلال فترة زمنية معينة وذلك من أجل معرفة مركزها المالي، وبصفة عامة هي عبارة عن وسائل وأدوات لتجميع وتبويب المعلومات والبيانات المحاسبية وفق أشكال معينة تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة ونتائج أعمالها ومركزها المالي خلال فترة زمنية معينة، وتعتبر القوائم المالية التقليدية من أفضل مصادر المعلومات من حيث قدرتها على الوفاء باحتياجات الفئات المختلفة وذلك للأسباب التالية:

- تعتبر من أكبر مصادر المعلومات مصداقية نظراً لخضوع تلك القوائم للمراجعة والتدقيق من قبل مراجع خارجي مستقل؛
- تعرض معلومات تتوافق مع احتياجات طالبي المعلومات وترتبط بشكل مباشر مع المتغيرات المعنية بالدراسة؛
- انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات بالمقارنة بمصادر المعلومات الأخرى؛

- تعد من أكثر مصادر المعلومات ملائمة لاتخاذ القرارات من حيث إصدارها، قد يتم إصدارها كل ربع سنة أو كل سنة. [44]ص131

#### 2.1.4.1. أنواع القوائم المالية

وتنقسم هذه المخرجات إلى قسمين: قوائم مالية أساسية و قوائم مالية مكملة تمثل المعلومات الإضافية.

- القوائم المالية الأساسية: وهي القوائم التي يتعين على الوحدات القيام بإعدادها و الإفصاح عنها بشكل دوري حتى تخدم أصحاب الصلة و المستفيدين و هي: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفق النقدي، قائمة التغير في حقوق الملكية

- قائمة الدخل: قائمة الدخل أو جدول النتائج هي وثيقة محاسبية إدارية تلخص نشاط المؤسسة دورياً، وتعد أداة مفيدة في مراقبة تسيير داخل المؤسسة وفي تحديد مجاميع المحاسبة الوطنية على مستوى الاقتصاد الوطني، وهي أكثر القوائم أهمية ويتم فيها التقرير عن نتائج الأعمال وتبيان قدرته الكسبية عن فترة زمنية معينة. حيث يعرض الإيرادات و المصروفات بشكل منظم ويتم المقابلة بينها للوصول في النهاية إلى النتيجة الصافية للمؤسسة (ربح أو خسارة).

ويمكن إعداد قائمة الدخل من مفهومين للدخل هما الدخل التشغيلي والدخل الشامل. الدخل التشغيلي يتم بموجبه عرض البنود المتكررة خلال الفترة المالية وتستبعد بموجبه البنود الغير المتكررة وغير العادية وغير المتعلقة بالنشاط الجاري بشكل وثيق كإيقاف خطوط الإنتاج أو التوزيع، تصحيح الأخطاء المحاسبية، تغيير السياسات المحاسبية وهي البنود التي يقوم مفهوم الدخل الشامل بعرضها والإفصاح عنها بشكل تفصيلي ضمن ما يعرف بالبنود غير العادية. وتجدر الإشارة إلى أن البنود غير العادية تعتبر من مفهوم الدخل التشغيلي بنود لا ينتظر حدوثها و تكرارها في المستقبل لذا فهي لا تخضع عادة لإدارة المؤسسة ولا يمكن من خلالها الحكم على كفاءة هذه الإدارة.

- قائمة المركز المالي: ينطلق التعريف المعياري لقائمة المركز المالي من الهدف الذي يجب أن تحققه هذه القائمة، وهنا يمكن أن يكون الهدف تصوير " المركز الاقتصادي" أو تصوير " المركز المالي " للمؤسسة، ومن الواضح فإن المركز الاقتصادي هو أعم وأشمل من المركز المالي، وتعرف أيضاً بقائمة الوضع والمالي والميزانية العمومية، وهي القائمة التي توضح من جهة مصادر الأموال في المؤسسة (حقوق الملكية والالتزامات ) واستخدامات هذه الأموال من جهة أخرى (الأصول)، وتتكون بنود هذه

القائمة من أرصدة لحظية لمختلف بنود الأصول والالتزامات وحقوق الملكية في تاريخ إعداد القوائم المالية (12/13/...). [50] ص 41

- قائمة التدفقات النقدية: نالت قائمة التدفقات النقدية\* بوصفها مصدرا للمعلومات اهتماما كبيرا من قبل الباحثين في الآونة الأخيرة، نظرا لأهمية المعلومات الإضافية التي توفرها قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء وفي صنع القرارات المتعلقة بتخصيص الموارد الاقتصادية للمؤسسة وتقييمها، وهي كشف بالمقوضات والمدفوعات النقدية لمؤسسة ما خلال فترة زمنية معينة وقد ألزم مجلس معايير المحاسبة الدولية المؤسسات بإعداد هذه القائمة من خلال إصدار المعيار الدولي رقم (07)، وتقسّم الأنشطة في قائمة التدفق النقدي إلى ثلاثة أقسام وهي:

- التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية: تشمل كل الأنشطة التي تتعلق بكسب الإيراد في المؤسسة، لذلك فهي تتضمن بالإضافة لكل بنود المصاريف والإيرادات المتعلقة بجدول النتائج، صافي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة التي تفرضها العمليات التشغيلية على المؤسسة بسبب النشاط، أي أنها تصف كل العمليات التي لم تصنف كأنشطة استثمار أو أنشطة تمويل، وبصفة عامة إنتاج السلع أو نشرها وإعادة بيعها وتأدية الخدمات.
- التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية: تتضمن عمليات اقتناء الاستثمارات التي لا تعتبر معادلة للنقدية وبيعها أو التخلص منها بطريقة أخرى، كذلك تتضمن عمليات اقتناء الأصول الثابتة التي يتوقع أن تنتج إيرادات على مدى فترة طويلة من الزمن، وتشمل الاستحواذ والتصرف في الأصول طويلة الأجل كالعقارات والآلات والتجهيزات والديون وأدوات حقوق الملكية في المؤسسات الأخرى والتي لا تدخل ضمن وصف ما في حكم النقدية، أو التي تم الاستحواذ عليها بغرض المتاجرة أو التعامل، وتشمل أنشطة الاستثمار النقدية المقدمة كقروض لأطراف أخرى، وكذلك المتحصلات من هذه القروض الممنوحة للغير (دون أن تشمل قروض وسلفيات المؤسسات المالية).
- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية: وتشمل مصادر التعامل مع مالكي المؤسسة وأيضا مصادر الحصول على القروض (قصيرة الأجل أو طويلة الأجل) وإعادة سداد المبالغ المقترضة. [51] ص 253.

- قائمة التغيير في حقوق الملكية: و التي يتوجب أن تبين كما يلي:  
- جميع التغييرات في حقوق الملكية خلال الفترة

\* سميت هذه القائمة بأسماء عديدة منها: قائمة مصادر الأموال واستخدامها، قائمة الأموال، قائمة التغيير في رأس المال العامل، قائمة التغيير في صافي الأصول الجارية، قائمة الأموال المستلمة والمدفوعة، قائمة التدفق النقدي ورأس المال العامل، ملخص العمليات المالية، قائمة التغيير في المركز المالي وأخيرا قائمة التدفقات النقدية.

- التغييرات في حقوق الملكية ما عدا تلك الناتجة عن عمليات مع المالكين مثل: زيادة أو تخفيض رأس المال أو توزيعات الأرباح.

- المعلومات الإضافية:

وهي المعلومات التي تفصح عنها الشركة بعد إفصاحها عن القوائم المالية وهي معلومات بالغة الأهمية لذا يشار عند الإفصاح عنها بأنها جزء من البيانات المالية، وقد أصبحت هذه البيانات تأخذ طابعا تفصيلا يوضح من خلاله للمستخدم بعض المعلومات المفيدة والمتعلقة بالبنود الواردة في القوائم المالية وتغطي المعلومات الإضافية في معظم الأحيان البنود التالية:

- السياسات المحاسبية: توضح من خلاله المؤسسة السياسات المحاسبية التي اتبعتها عند إعدادها للقوائم المالية كتوضيحها على سبيل المثال لطرق الاهتلاك المستخدمة في اهتلاك الأصول وطرق تقييم المخزون والسياسات المستخدمة في اهتلاك الأصول غير الملموسة...

- الالتزامات الطارئة أو المحتملة: وتعرف أيضا بالالتزامات الاحتمالية حيث يصاحبها حالة عدم التأكد من قيام الالتزام من عدمه، بل أحيانا من حيث قيمة الالتزام وتاريخ قيامه، وترتبط هذه الالتزامات وظروف غير قائمة فعليا كالدعاوى القضائية ضد المؤسسة والخسائر المحتملة عن عقود شراء غير قابلة للإلغاء.

- الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية العامة: وهي الأحداث التي تقع بعد تاريخ إعداد الميزانية العمومية وقبل نشرها وإصدارها ويمكن تقسيم هذه الأحداث إلى قسمين:

الأول: يرتبط بحالات و بنود مرتبطة أصلا في قائمة المركز المالي، وهذا يستدعي إجراء تسويات عليها نتيجة للمستجدات التي حدثت كما هو الحال في الذمم المدينة وتأثرها نتيجة لإعدام دين احد الزبائن.

الثاني: الأحداث التي ترتبط بظهور بدائل على إحداث مالية معينة غير مرتبطة ببنود موجودة في قائمة المركز المالي مما لا يستدعي إجراء أي تسويات أو تعديلات بل تقوم المؤسسة بالإفصاح عن هذه الأحداث من خلال الملاحظات الملحقة بقائمة المركز المالي مثل: الخسائر الناتجة عن الكوارث الطبيعية بعد نهاية الفترة المالية أو المكاسب أو الخسائر الناتجة عن بعض الاستثمارات الجاهزة للبيع. [52]ص

### 3.1.4.1. أهداف القوائم المالية

اهتمت لجنة ترولود trueblood committee التي كونها المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين عام 1971 بدراسة أهداف القوائم المالية، و قد قدمت تقريرها عام 1976. وقد كلفت هذه اللجنة بما يلي:

- تحديد الفئات التي تحتاج إلى القوائم المالية
  - تحديد المعلومات التي يحتاجون إليها
  - تحديد المعلومات التي يمكن أن تزودهم بها المحاسبة
  - تحديد إطار العمل المطلوب لتزويدهم بالمعلومات التي يحتاجون إليها.
- وقد احتوى التقرير على اثنا عشر هدف و هي:

- إن الهدف الأساسي من القوائم المالية هو التزود بالمعلومات لاتخاذ القرارات الاقتصادية.
- إن من أهداف القوائم المالية، خدمة هؤلاء المستخدمين الذين تتوافر لديهم سلطة محدودة أو إمكانية محدودة أو مصدر محدود للحصول على المعلومات والذين يعتمدون على القوائم المالية كمصدر معلوماتي رئيسي لتقييم النشاط الاقتصادي للمؤسسة.
- إن من أهداف القوائم المالية تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين والدائنين من أجل التنبؤ والمقارنة وتقييم التدفقات النقدية من حيث المبلغ والتوقيت ونسبة عدم التأكد.
- إن من أهداف القوائم المالية تزويد المستخدمين بالمعلومات للتنبؤ والمقارنة وتقييم المقدرة الكسبية للمؤسسة.
- إن من أهداف القوائم المالية تقديم معلومات مفيدة في الحكم على مقدرة الإدارة في استخدام موارد المؤسسة لتحقيق هدفها الأساسي.
- إن من أهداف القوائم المالية تقديم معلومات واقعية وتفسيرية عن العمليات والأحداث الأخرى المفيدة في التنبؤ والمقارنة وتقييم المقدرة الكسبية للمشروع. ويجب الإفصاح عن الفروض الأساسية المعتمدة في موضوعات التفسير أو التقييم أو التنبؤ أو التقدير.
- إن من الأهداف تقديم قائمة عن المركز المالي تفيد في التنبؤ والمقارنة وتقييم المقدرة الكسبية للمشروع، ويجب أن تقدم هذه القائمة معلومات تخص العمليات والأحداث الأخرى التي تمثل جزءا من دورات الكسب غير التامة، ويجب التقرير عن القيم الجارية عندما تختلف جوهريا عن التكاليف التاريخية. وفيما يخص الأصول والخصوم فيجب تجميعها في مجموعات أو فصلها في بنود مستقلة من حيث نسبية عدم التأكد من المبالغ والتوقيت ومن حيث التحقيق المتوقع أو التصفية.

- إن من الأهداف تقديم قائمة عن الكسب الدوري تفيد في التنبؤ والمقارنة وتقييم المقدرة الكسبية للمشروع، ويجب التقرير عن صافي النتيجة لدورات الكسب التامة وأنشطة المشروع عن العمليات القابلة للتحقق الغير تامة والتي هي قيد الإتمام. كما يجب التقرير عن التغيرات في القيم بوساطة قوائم متتالية عن المركز المالي وذلك بشكل منفصل لاختلاف من حيث التأكد من تحقيقها.
- إن من الأهداف هدف تقديم قائمة عن الأنشطة المالية تفيد في التنبؤ والمقارنة وتقييم المقدرة الكسبية لمشروع، ويجب أن تقرر هذه القائمة بشكل رئيسي عن العمليات الفعلية والمتوقعة ذات الآثار النقدية الهامة، إن هذه القائمة يجب أن تقرر عن المعطيات التي تتطلب حدا أدنى من الرأي والتفسير من قبل معد هذه القائمة.
- إن من أهداف القوائم المالية التزويد بالمعلومات المفيدة في عملية التنبؤ، ويجب التزويد بالتنبؤات المالية عندما تزيد هذه التنبؤات قابلية الاعتماد والوثوق بتنبؤات المستخدمين.
- إن من أهداف القائمة المالية للمنظمات الحكومية والمنظمات غير الهادفة لتحقيق الربح هو تقديم المعلومات المفيدة في تقييم فعالية إدارة الموارد لتحقيق أهداف المنظمة، ويجب أن تعمم مقاييس الإنجاز على الأهداف المحددة.
- إن من أهداف القوائم المالية والتقارير عن تلك الأنشطة من أنشطة المشروع التي تؤثر على المجتمع والتي يمكن أن تحدد أو توصف أو تقاس أو التي تلعب دورا مهما في وسطها الاجتماعي [53] ص 134-137

#### 2.4.1. قواعد الإفصاح بالقوائم المالية

يتطلب الإفصاح الملائم لمستخدميه نشر البنود والمعلومات المهمة في صلب القوائم المالية والمعلومات الإضافية و لتوضيح ذلك نتطرق إلى ما يلي:

#### 1.2.4.1. القواعد الخاصة بالإفصاح العام

وتتطلب الإفصاح عن المعلومات مثل اسم المشروع الذي قدم التقرير، وأي تغيير في المعلومات التي تسبق تاريخ قائمة المركز المالي. وما إذا كانت البيانات المالية تغطي المشروع منفردا أو مجموعة من المشاريع، والفترة التي تغطيها هذه البيانات المالية وتاريخ قائمة المركز المالي وعرض عملة التقرير المعدة بموجبها البيانات المالية وكذلك تحديد مستوى الدقة المستخدمة في عرض أرقام هذه البيانات. كما يجب إظهار البيانات المالية المقارنة عن فترة سابقة. و بيان حقيقة ما إذا كانت المبالغ المقابلة في القوائم المالية والإيضاحات ذات الصلة ليست قابلة للإفصاح والمقارنة عن ذلك مع بيان السبب.

### 2.2.4.1. قواعد خاصة بالإفصاح في قائمة المركز المالي: وتشمل

أ- التمييز بين المتداولة وغير المتداولة. إذ تعرض الموجودات المتداولة وغير المتداولة والالتزامات المتداولة وغير المتداولة كفئات منفصلة في صلب قائمة المركز المالي.

- المعلومات التي يجب عرضها في صلب قائمة المركز المالي يجب أن تحتوي كحد أدنى على البنود التالية:

- الممتلكات و المصانع و المعدات
- الممتلكات الاستثمارية
- الأصول غير الملموسة
- الاستثمارات التي تمت المحاسبة عنها باستخدام طريقة حقوق الملكية
- المخصصات
- الأصول النيولوجية
- المخزون
- الذمم التجارية المدينة والذمم المدينة الأخرى
- الذمم التجارية الدائنة والذمم الدائنة الأخرى
- النقد و النقد المكافئ
- الأصول المالية
- الالتزامات المالية
- الالتزامات و الأصول الضريبية الحالية
- رأس المال المصدر والاحتياطات الموزعة على حاملي حقوق الملكية. [42] ص 42

-المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في صلب قائمة المركز المالي أو في الإيضاحات:

- تصنيفات جزئية للبنود المعروضة مصنفة بشكل مناسب لعمليات المؤسسة كتصنيف بنود الممتلكات والمصانع و المعدات إما حسب نموذج التكلفة أو نموذج إعادة التقييم وفق المعيار المحاسبي الدولي رقم (16).

- تصنيف الذمم إلى مدينين تجاريين وأعضاء آخرين في مجموعات. و ذمم مدينة على أطراف ذات العلاقة ودفعات مقدمة و مبالغ أخرى.

- تصنيف المخزون حسب معيار المحاسبي الدولي رقم (2) إلى مواد أولية و بضاعة قيد الإنجاز أو تحت التشغيل و بضاعة جاهزة

- تصنيف المخصصات و الاحتياطات و علاوة الإصدار مع وصف لطبيعة و عرض كل احتياطي ضمن حقوق المالكين.

- الإفصاح عن الأمور الآتية بالنسبة لكل فئة من رأس المال الأسهم

- عدد الأسهم المصرح بها
- عدد الأسهم المصدرة و المدفوعة بالكامل، و عدد الأسهم المصدرة و غير المدفوعة بالكامل.
- القيمة الاسمية لكل سهم
- مطابقة عدد الأسهم غير المسددة في بداية كل فترة مالية و نهايتها
- الحقوق والامتيازات والقيود الخاصة بكل فئة بما في ذلك القيود على توزيع أرباح الأسهم وإعادة تسديد رأس المال.
- الأسهم التي يمتلكها المشروع نفسه أو شركاته الفرعية أو الزميلة. [48] ص 368

### 3.2.4.1. قواعد خاصة بالإفصاح في قائمة الدخل: و تشمل:

أ- يتم تضمين قائمة الدخل جميع بنود الدخل و المصروفات المعترف بها في فترة معينة، ما لم يستثنى بند محدد من الربح و الخسارة للفترة الحالية. كذلك الناشئة عن تصويب أخطاء سابقة أو معالجة الآثار الناشئة عن التغيير في السياسات المحاسبية أو معالجة فائض إعادة التقييم أو معالجة المكاسب والخسائر غير المحققة الناتجة عن إعادة تقييم الاستثمارات المالية المعدة للبيع بالقيمة العادلة، أو ما ينتج عن تحويل البيانات المالية لعملة أجنبية أو نحو ذلك.

ب- المعلومات التي يجب عرضها في صلب قائمة الدخل بشكل مفصل في حالة كون الأهمية النسبية للبند عالية. أما بالنسبة للحد الأدنى للبنود الواجب عرضها في قائمة الدخل فتتمثل بالآتي:

- الإيراد
- مصاريف التمويل
- حصة قابضة من أرباح أو خسائر الشركات التابعة والزميلة والمشاريع المشتركة والتي تم المحاسبة عليها باستخدام طريقة الملكية.
- مبلغ واحد يتضمن كل من الربح بعد الضريبة أو الخسارة من العمليات غير المستمرة والربح بعد الضريبة أو الخسارة من التنازل عن الأصول
- مصروف الضريبة
- حصة القلية من الأرباح و الخسائر
- مصروف ضريبة الدخل
- مبلغ يرقم واحد يشمل ما يلي:

- الربح بعد الضريبة أو الخسارة من العمليات المتوقعة
- الربح بعد الضريبة أو الخسارة المعترف بها عند قياس القيمة العادلة مطروحا منها تكاليف حتى نقطة البيع أو الربح بعد الضريبة أو الخسارة الناتجة عن التخلص من الأصول أو مجموعة الأصول ( مجموعة التخلص ) لعمليات موقوفة
- الربح أو الخسارة.

كما نص المعيار رقم (1) على انه يجب على المؤسسة عدم عرض أي بنود للدخل أو المصاريف كبنود غير عادية لا في صلب قائمة الدخل ولا في الإيضاحات، وبالتالي فقد ألغى المعيار مفهوم البنود الغير العادية عند عرض قائمة الدخل. [42]ص49

- المعلومات التي يجب عرضها في صلب قائمة الدخل أو في الإيضاحات:  
- عندما تكون بنود الدخل والمصاريف مادية (قيمتها مادية نسبيا ) يتم الإفصاح عن حجمها وطبيعتها بشكل مفصل.

- تشمل الظروف التي تؤدي إلى الإفصاح المنفصل عن بنود الدخل و المصاريف على ما يلي:
- انخفاض قيمة المخزون إلى صافي القيمة القابلة للتحقيق ( مصروف هبوط أسعار المخزون ) أو قيمة الممتلكات والمصانع والمعدات إلى القيمة القابلة لاسترداد.
  - إعادة الهيكلة والقيود العاكسة لمخصصات تكاليف إعادة الهيكلة
  - عمليات التصرف ببنود الممتلكات والمصانع و المعدات
  - عمليات التصرف بالاستثمارات
  - العمليات المتوقعة
  - تسوية القضايا.

- يجب الإفصاح في صلب قائمة الدخل أو في الإيضاحات أو في قائمة التغيرات في حقوق الملكية عن مبلغ ربح السهم المعترف به كتوزيعات للفترة وكذلك عن المقدار العائد على كل السهم، والمعلومات القطاعية للاستغلال. [54]pp26-27

- كما يجب الإفصاح عن تحليل المصاريف مصنفة على أساس طبيعتها أو وظيفتها ضمن المؤسسة، ويفضل الإفصاح عن التحليل في صلب بيان الدخل. [48]ص370

#### 4.2.4.1. قواعد خاصة بالإفصاح في صلب قائمة التغيرات في حقوق الملكية: وتشمل على:

- الربح أو الخسارة الخاصة بالفترة

- كل بند من بنود الدخل أو المصاريف الواجب الاعتراف بها حسب معايير المحاسبة الدولية في قائمة التغير في حقوق الملكية.

- إجمالي الدخل و المصاريف للفترة الجارية محسوبة عن طريق الفرق بين العنصرين الأول والثاني أعلاه بحيث يتم تفصيل ما يعود للقابضة و ما يعود للأقلية.

- اثر التغيرات في السياسات المحاسبية وتصحيح الأخطاء التي يتم معالجتها وفق مرجعية المعيار المحاسبي الدولي رقم (8) "السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات المحاسبية و الأخطاء".

[42]ص53

- كما يجب أن يوضح في صلب القائمة التغيرات في حقوق الملكية أو في الإيضاحات على ما يلي:

- التوزيعات على أصحاب حقوق الملكية
- رصيد الربح أو الخسارة المتراكم في بداية الفترة وفي تاريخ الميزانية العامة والتغيرات خلال الفترة.
- المطابقة بين القيمة المرحلة لكل فئة من الأسهم العادية لرأس المال، وعلاوة الإصدار وكل احتياطي في بداية ونهاية الفترة مع بيان كل حركة بشكل منفصل. [48]ص371

#### 1.4.2.5. قواعد خاصة بالإفصاح في صلب قائمة التدفقات النقدية:

المنافع المدركة عند عرض قائمة التدفق النقدي بالاقتران مع قائمة المركز المالي للمؤسسة وقائمة الدخل تتمثل فيما يلي:

- تقدم معلومات حول الهيكل المالي للمؤسسة (وتتضمن السيولة والقدرة على الوفاء بالديون) وقدرة المؤسسة بالتأثير على المبالغ وتوقيت تدفقاتها النقدية بما يمكنها من التكيف مع المتغيرات في الظروف والفرص المختلفة.

- تقدم معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية في تقييم المتغيرات في الأصول والالتزامات وحقوق الملاك في المؤسسة.

- تعزيز قابلية المقارنة لنتائج الأنشطة التشغيلية بين المؤسسات المختلفة نظرا لتحديد آثار السياسات المطبقة. [42]ص55

#### 1.4.3. الشفافية التكامل والترابط في القوائم المالية.

لابد للقوائم المالية من خصائص تسمح لها بتأدية دورها كمزود بالمعلومات نذكر منها:

### 1.3.4.1. الشفافية في القوائم المالية

يتم تأمين وضمان الشفافية في القوائم المالية من خلال الإفصاح الكامل وعن طريق توفير العرض العادل للمعلومات المفيدة والضرورية لاتخاذ القرارات الاقتصادية لعدد كبير من المستخدمين، وفي ضوء الإفصاح العادل يجب أن يكون من السهل تفسير القوائم المالية وفي حين أن المزيد من المعلومات يكون أفضل حالا من أن تكون قليلة. إلا أنه من جهة أخرى فإن تقديم تلك المعلومات يعتبر مكلفا لذلك فإن صافي عوائد تقديم مزيد من الشفافية يجب أن يتم تقييمه بحرص.

يعتبر تبني معايير المحاسبية المقبولة دوليا مقياسا ضروريا لتسهيل الشفافية والتفسير الملائم للقوائم المالية، لذا قامت لجنة معايير المحاسبة الدولية بتطوير إطار عام لإعداد وعرض القوائم المالية نشر في 1989 وتضمن ما يلي:

- تحديد المفاهيم المرتبطة بإعداد و عرض القوائم المالية إلى المستخدمين الخارجيين
- إرشاد واضعي المعايير عند تطوير المعايير المحاسبية.

وطبقا لمعايير المحاسبة الدولية يتم إعداد القوائم المالية عادة بافتراض أن المؤسسة سوف تستمر في مزاولة أعمالها (فرض الاستمرارية)، وأن الأحداث يتم تسجيلها على أساس الاستحقاق، وأن آثار المعاملات والأحداث الأخرى يتم الاعتراف بها عندما تحدث ويتم بعد ذلك التقرير عنها في القوائم المالية عن الفترات التي ترتبط بها. [46] ص 279

### 2.3.4.1. ترابط القوائم المالية

إن العلاقة بين جميع القوائم المالية الأساسية ( قائمة الدخل بقائمة المركز المالي، قائمة التغيرات في حقوق الملكية و قائمة التدفقات النقدية) مبنية على أساس مبدأ الترابط مع بعضها البعض بمعنى أن جميع تلك القوائم المالية تخضع لنفس عملية القياس ( مثلا القياس وفق التكلفة التاريخية أو وفق صافي القيمة القابلة للتحصيل )، فإذا ما اعتمدت طريقة قياس معينة في قياس بند من بنود قائمة الدخل -ليكن اهتلاك أصل ثابت أو تقويم مخزون سلعي -فإن تأثير هذا القياس ينعكس أيضا على قائمة المركز المالي ( نتيجة الترابط هي تطبيق مبدأ القيد المزدوج ).

### 3.3.4.1. تكامل القوائم المالية

إضافة إلى ترابط القوائم المالية الأساسية فيما بينها، فإن هذه القوائم مكملة لبعضها البعض، فالقوائم المالية الأساسية تعكس معلومات مختلفة عن نفس الأحداث الاقتصادية والعمليات المالية التي

تخص المؤسسة. لذلك لا يمكن لأي قائمة بمفردها أن تلبى كافة احتياجات مستخدمي التقارير المالية. لذا فمن الضروري الربط بين المعلومات الواردة في قائمة معينة بالمعلومات الواردة في قائمة أخرى و فيما يلي بعض الأمثلة عن حالات التكامل المتاحة بين القوائم المالية:

- تتضمن قائمة المركز المالي معلومات مفيدة عن الهيكل التمويلي للمؤسسة. وبالتالي يمكن استخدام تلك المعلومات في تقديم السيولة والمرونة التمويلية. ولكن قائمة المركز المالي لوحدها لا تعطينا صورة كاملة عن هذه الأوضاع إلا إذا استخدمت جنباً إلى جنب مع قائمة التدفق النقدي.

تقدم قائمة الدخل معلومات عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح. ولكن هذه المعلومات الخاصة بالربحية تكون ذات مضمون اشمل إذا ارتبطت بالمعلومات الواردة في قائمة المركز المالي بغرض التوصل إلى مؤشرات تقييم الأداء و تحديد القدرة الايرادية للمؤسسة.

## خلاصة الفصل:

بعد دراسة الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية والإفصاح بالقوائم المالية، نستخلص أن سوق الأوراق المالية هي احد مكونات سوق رأس المال الذي ينضوي بدوره تحت سوق اكبر هو السوق المالي، وسوق الأوراق المالية هي سوق تتعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل تنقسم إلى أسواق أولية و أسواق ثانوية (منظمة و غير منظمة).

تتميز سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً و بوجود المنافسة التامة أين يتم تحديد الأسعار على أساس العرض و الطلب، مع توفرها على وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية، تسمح لها هذه الميزات من تحقيق وظائفها في تمويل الاقتصاد و التخصيص الأمثل للموارد وغيرها من الوظائف.

وحتى تؤدي سوق الأوراق المالية ووظائفها تضع عدة تشريعات و لوائح لضمان الأداء الجيد و حماية المتعاملين فيها كتحديد أنواع الأوامر التي يصدرها المستثمر لوسيطه و شروط الواجب توفرها في المؤسسة التي تريد أدرج أسهمها في السوق.

والإفصاح هو احد الشروط التي تفرضها الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية على المؤسسات المدرجة، ويعني عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو الهوامش أو الملاحظات أو الجداول المتممة في الوقت المناسب و ضمان أن تكون المعلومات ملائمة قابلة للفهم موثوقة وقابلة للمقارنة، وتعد الإفصاح بالقوائم المالية أهم طرق الإفصاح نظراً لثراء هذه القوائم المالية (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغيرات في حقوق الملكية) بالمعلومة المفيدة لمستخدميها، ويتنوع الإفصاح حسب درجة المعلومة المفصح عنها إلى إفصاح كافي إفصاح عادل وإفصاح شامل، ولا بد لهذه القوائم المالية من الترابط والتكامل لتوفير معلومات مناسبة لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة في سوق الأوراق المالية والمساهمة في تحقيق كفاءة هذه السوق.

## الفصل 2

### المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق أوراق المالية ومازالت تثير اهتمام الباحثين والمتعاملين في هذه الأسواق، ووفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم للمؤسسة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

وعليه فإن كفاءة السوق تعني أن تعكس أسعاره كافة المعلومات المتاحة، حيث أن دراسة طبيعة هذه المعلومات يتطلب التعرض لمختلف صيغ أو فروض كفاءة السوق المتمثلة في فرضية السوق الكفؤ في شكله الضعيف، وفرضية السوق الكفؤ في شكله شبه القوى أو المتوسط وفرضية السوق الكفؤ في شكله القوي.

ووفقا لكل فرضية تقاس درجة استجابة المعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية، حيث تم اختيار هذه الفروض من خلال وسائل عديدة، تعتمد إما على تحليل المعلومات العامة أو المعلومات الخاصة أو الاثنين معا.

ولقياس كفاءة سوق الأوراق المالية تستعمل مجموعة من المؤشرات عبارة عن قيم رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية لإجراء عمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس. ولتوضيح كل ذلك سنتطرق في هذا الفصل للمباحث الثلاثة التالية:

- المعلومات في سوق الأوراق المالية؛

- كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.

## 1.2. المعلومات في سوق الأوراق المالية

تعتبر المعلومة جوهر أسواق الأوراق المالية إذ من غير الممكن أن تكون هناك سوق للأوراق المالية تتمتع بأي قدر من الكفاءة بدون توفر المعلومات، فمن الناحية النظرية لا يمكن للأسعار أن تتحرك في السوق بدون معلومات، وتتحدد هذه المعلومات تبعاً لاحتياجات المستثمر كي يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار السليم في الأوراق المالية بيعاً وشراءً. لتوضيح ذلك نتطرق في هذا المبحث للمطالب التالية:

- احتياجات سوق الأوراق المالية من المعلومات و مصادرها؛
- التحليل الفني والتحليل الأساسي للمعلومات؛
- دور المعلومات في سوق الأوراق المالية.

### 1.1.2. احتياجات سوق الأوراق المالية من المعلومات ومصادرها

قبل التطرق إلى المعلومات في سوق الأوراق المالية نشير باختصار إلى المعلومة ونظام المعلومات في النقاط التالية:

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ولها معنى لمستخدميها، ويجب أن تضيف إلى ما ندرکه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئاً ليعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لابد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية وأخيراً العدالة ونعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

ويعرف نظام المعلومات بأنه: مجموعة منظمة من الأفراد والمعدات والبرامج وشبكات الاتصالات وموارد البيانات، والتي تقوم بتجميع وتشغيل وتخزين وتوزيع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات والتنسيق والرقابة داخل المنظمة. [55]ص21 ويعتبر النظام ديناميكي في حالة قيامه بالوظائف الثلاثة التالية:

- المدخلات: تتمثل مدخلات نظام المعلومات في تجميع العناصر اللازمة لتشغيل النظام (مالية، إحصائية، عينية...)
  - التشغيل: ينطوي على عملية تحويل المدخلات إلى مخرجات
  - المخرجات: وهي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام واتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها. هناك عدة مزايا تتحقق للمنظمة من توافر نظام جيد للمعلومات بها أهمها:
  - تحقيق الكفاءة من خلال أداء المهام بصورة أسرع أو بأقل تكلفة
  - الوصول إلى الفعالية: وتشير الفعالية إلى مدى تحقق أهداف المنظمة وتتحقق الفعالية من خلال اتخاذ القرارات ذات جودة أفضل.
  - التعرف على الفرص واستغلالها. [56]ص36-37
- ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن شراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن يتوفر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الورقة المالية، ومعرفة هذه المعلومات من شأنه أن يسمح بالكشف عن المصادر الملائمة للحصول عليها، ولتوضيح كل ذلك سنتطرق إلى الفروع التالية:
- احتياجات سوق الأوراق المالية من المعلومات؛
  - مصادر المعلومات.

### 1.1.1.2. احتياجات سوق الأوراق المالية من المعلومات

تحدد المعلومات المطلوبة في سوق الأوراق المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار على ضوء العوامل المحددة للقيمة السوقية للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق، وفي هذا الصدد يتفق الباحثين و الممارسين بان السهم في السوق يتحدد على ضوء التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المؤسسة المصدرة للسهم والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات، وهذين المتغيرين بدورهما يتجددان على ضوء الظروف السائدة في داخل المؤسسة وفي داخل الصناعة التي تنتمي إليها وهذا فضلا عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية، و يمكن عرض هذه المعلومات من خلال ما يلي:

- الشؤون العالمية: ويقصد بها المعلومات المتاحة عن الحروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو الأحداث والمتغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية التي لها اثر على حركة سوق الأوراق المالية.
- [57]ص194.

- الظروف الاقتصادية المحلية: إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين المتغيرات الداخلية نجد درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم و اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية ونسبة البطالة وغير ذلك من الأحداث، وهذا يستلزم وجود علاقة بين الحالة الاقتصادية في الدولة و بين أسعار الأوراق المالية في أسواقها.

- ظروف الصناعة: على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، ويمكن القول أن الصناعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة فمثلا صناعة العقارات (بناء المساكن ) تعد من أكثر الصناعات تأثرا بالتغيرات في أسعار الفائدة.

- ظروف المؤسسة المصدرة: تتباين المؤسسات فيما بينها حتى ولو كانت تنتمي إلى نفس الصناعة، ومن بين مجالات التباين التقدم التكنولوجي العمليات والتنظيم والمركز التنافسي وهيكل التمويل، وعادة ما تتفوق مؤسسة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، إذ من الصعب أن توجد مؤسسة تتفوق على كافة المؤسسات في جميع المجالات. [22] ص 213-218

ويمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أصناف و أنواع وفقا للمعايير التالية:

- من حيث توقيتها: فهناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للمؤسسات التي تعود إليها هذه الأوراق المالية، وهي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعا. وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للمؤسسات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ولم يسبق وإن تم الإفصاح عنها، وتكون أيضا متاحة لجميع المستثمرين والفرق الوحيد هنا يتجلى في التفاوت بين قدرات المستثمرين في فهم هذه المعلومات وسرعة ترجمتها إلى قرارات فهذا سيكون له دور بارز في تعظيم نتائج التحليل مقارنة مع المعلومات التاريخية مع أهميتها، بالإضافة إلى المعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الاطلاع عليه في المؤسسة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز ودرجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.

- من حيث طبيعتها: فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة بالاستثمار بشكل عام والمعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديدا. [9] ص 54

## 2.1.1.2. مصادر المعلومات

تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوافر عدد كبير وهائل من مصادر المعلومات، خاصة بالنسبة للسوق في الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد من أكفأ الأسواق العالمية وأهم مصادر المعلومات ما يلي: [38] ص 138-141.

### - الصحف المالية والمجلات المتخصصة

تتميز الصحف بسهولة الوصول إليها وانخفاض ثمنها، فضلا عن تنوع التوقيت الذي تصدر فيه، حيث يصدر بعضها بصورة يومية، والبعض الآخر أسبوعي وشهري، مما يجعل المعلومات متاحة في كل وقت وبتكلفة منخفضة نسبيا.

ومن أبرز الصحف اليومية المشهورة بتوفير المعلومات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية صحيفة " وول ستريت " وهي صحيفة يومية تغطي الأخبار المالية والتجارية على المستويين المحلي والعالمية، وتهتم الصحيفة بنشر معلومات عن المؤسسات العالمية في سوق الأوراق المالية وتحليلات وتوقعات عن المستقبل إلى جانب الأسعار اليومية.

وهناك أيضا العديد من المجلات المالية المتخصصة التي توفر معلومات وتحليلات عديدة للمستثمر، ومن أبرزها مجلة فوربيز " Forbes " التي تضم مقالات عن مؤسسات عديدة، كما تضم المجلة مؤشر عن النشاط الاقتصادي الأمريكي متضمنا الناتج الصناعي والأوامر الجديدة، ويهتم العدد الأول من المجلة في جانفي من كل سنة بدراسة أكبر ألف مؤسسة في السوق الأمريكية من ناحية الربحية والنمو وأداء الأسهم خلال فترة خمس سنوات، كما تقيم المجلة أيضا أداء صناديق الاستثمار.

### - تقارير المؤسسات المصدرة للأوراق المالية

تساعد المعلومات المنشورة في هذه التقارير المستثمر على اتخاذ قراراته في المستقبل وهناك نوعين من التقارير، حيث النوع الأول يوجه إلى المساهمين والنوع الثاني يقدم إلى لجنة البورصة.

أ- التقارير المقدمة إلى حملة الأسهم: تتمثل في تقارير دورية ( شهرية، فصلية، سنوية ) مثل الميزانيات العامة، جداول حسابات النتائج، والتقارير الأدبي للمدير العام لمجلس الإدارة الذي يقدم فيه النتائج المحققة والموازنات التقديرية والاحتمالات المستقبلية للمركز المالي للشركة.

ب- التقارير المقدمة إلى لجنة البورصة: تتضمن هذه التقارير العديد من المعلومات المالية وغير المالية والتي تقدم غالبا من طرف المؤسسة، بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة، في شكل نشرات إصدار أو

كتيبات استثمار، حيث تحتوي هذه الوثائق على كافة المعلومات والإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

#### - تقارير مؤسسات السمسرة

يحق للمستثمر الحصول على المعلومات سواء مكتوبة أو شفوية من قبل مكاتب السمسرة وعادة يضم مكتب السمسار إدارة للبحوث توفر الدراسات والتقارير لكل المستثمرين، كما يوفر الباحثون بإدارة البحوث من الاقتصاديين في بيوت السمسرة النصح والإرشاد بخصوص البيع والشراء للأوراق المالية.

وتقدم كل مكاتب السمسرة تقريراً للمستثمر يضم معلومات عن الاقتصاد والأسهم والسندات والمشتقات والصناعة، والجدير بالذكر أن هذه الخدمات تقدم بدون أي تكلفة على المستثمر، وتعد تكلفة توفير المعلومات أحد بنود العمولة ضمنياً التي يتقاضاها السمسار من العميل، وبذلك فإن السمسار في الولايات المتحدة الأمريكية يعد مصدراً لكل من المعلومات والاقتراحات.

#### - خدمات معلومات المستثمر

هناك حجم هائل من المعلومات المتاحة يتم توفيره من خلال شركات متخصصة في توفير المعلومات والنصح للمستثمر، هذا الأخير يمكنه الاطلاع على تقارير هؤلاء المتخصصين دون تكلفة في المكاتب أو في مقر المؤسسات، ومن أشهر هذه المؤسسات " ستاندر أند بورز " و "مودي لخدمات المستثمرين"، حيث تصدر هذه المؤسسات مطبوعات عديدة ومتنوعة عن كل جوانب السوق، كما يمكن للمستثمر الاستفسار عن بعض القضايا الخاصة بالاستثمار، إضافة إلى إصدارها كتاباً إحصائياً يضم الإحصائيات الجارية الخاصة بالنتائج الاقتصادي والاستهلاكي لكل صناعة وبيانات الأسعار، وتغطي مطبوعاته كل من السوق المنظمة وغير المنظمة.

#### - تقارير مستشاري الاستثمار

يوفر مستشارو الاستثمار تقارير عديدة لنصح المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري تتضمن العديد من التحليلات والاقتراحات، وقد يتخصص مستشار الاستثمار في أصول معينة أو منطقة معينة مثل الإصدارات الجديدة، وعادة تقدم التقارير من مستشاري الاستثمار بصورة مبسطة ليفهمها المستثمر البسيط.

#### - المطبوعات الحكومية والمجلات الأكاديمية

توفر الحكومات عامة المعلومات عن أحوال الاقتصاد والصناعة والمؤسسات، وتقدم هذه المعلومات بدون أي تكلفة أو برسوم منخفضة، ومن أهم التقارير في الولايات المتحدة الأمريكية هو التقرير الاقتصادي للرئيس الذي يرسل إلى الكونغرس، حيث يتضمن هذا التقرير أكثر من 200 صفحة عن السياسة النقدية والتضخم والضرائب والاقتصاد العالمي، إضافة إلى توقعات عن المستقبل.

كما يصدر البنك المركزي تقارير شهرية تغطي السياسات النقدية ومؤشرات الناتج الوطني بالإضافة لما تقوم به لجنة البورصة من تجميع للتقارير المالية التي تلتزم المؤسسات بتقديمها للجنة ونشرها في ملف كامل.

وإضافة إلى المطبوعات الحكومية، فإن الجامعات والمؤسسات العلمية تصدر العديد من المجلات المتخصصة في أسواق رأس المال، والتي تتضمن تحليلات ونماذج قياسية معمقة تدرس السوق وتضع التوصيات لتحسين كفاءة السوق.

#### – المعلومات من الانترنت

توفر لجنة البورصة وغيرها من المؤسسات الحكومية والمؤسسات الخاصة موقعا على الانترنت مقسما إلى عدة أقسام به كل المعلومات المتوفرة عن سوق الأوراق المالية، وغالبا ما يتاح طبعه أو حفظه في ملف على أجهزة الكمبيوتر الشخصية.

وتوفر هذه المعلومات ميزة مهمة للمستثمر لأنه يستطيع الدخول إلى مواقع عديدة ومقارنة التحليلات المختلفة من مكتبه أو منزله، مما يوفر له الوقت والجهد ويشجعه على الاستثمار، ونظرا لأن تكلفة الانترنت منخفضة في أغلب الدول، فإن الحصول على المعلومات منها يكون أفضل من الذهاب إلى المؤسسات، خاصة أن الانترنت متاح لمدة 24 ساعة في اليوم.

### 2.1.2. التحليل الفني و التحليل الأساسي للمعلومات

يشكل التحليل الأساسي والفني أحد المداخل الأساسية لتحليل المعلومات بغية تقييم الأوراق المالية، وسنتناول في هذا المطلب التحليلين من خلال الفروع التالية:

- تعريف التحليل الفني؛
- أسس التحليل الفني؛
- تعريف التحليل الأساسي وأهميته؛
- مضمون التحليل الأساسي.

### 1.2.1.2. مفهوم التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بأنه: " التحليل الذي يهتم بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية، وذلك مثل تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي أو حركة التداول، ويهدف التحليل الفني إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء." [38] ص 47

كما يعرف أيضا بأنه: أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، ولإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية معينة، وبالتالي اهتمام التحليل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً، ثم على مستوى ورقة مالية معينة. [25] ص 141

ومن خلال ما سبق، فإن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليست كفؤ، وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير باتجاهها وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق.

وعليه، فإن التحليل الفني يهدف إلى تحليل أفضل الأوقات للدخول إلى السوق، حيث أن التوقيت السليم لقرار المستثمر في الشراء سوف يضعه في موقف أفضل للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً من عملياته.

### 2.2.1.2. أسس التحليل الفني

يستند التحليل الفني إلى مجموعة من الأسس يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [25] ص 142

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن المعلومات الرشيدة كل من المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل العوامل الفسيولوجية، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي ومستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون الاتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبياً بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

وبناء على الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني، فإنه لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق ومن هذا المنطق، فإنه لا يمكن إنكار بعض الأساسيات المتمثلة في أن سعر السهم الذي يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب والتي تحكمها متغيرات عديدة، وأن السوق يعطي كل متغير وزناً بصفة آلية ومستمرة.

فالانتقاد الموجه إلى أسس التحليل الفني يكمن في مدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير، فالاعتقاد بأن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، والسبب قد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين. [16] ص 424

تعتبر الرسوم البيانية الأداة الرئيسية في التحليل المالي للأوراق المالية، واستخدام الرسومات البيانية في التحليل الفني يشبه إلى حد ما استخدام صور الأشعة في المجال الطبي إذ تعطي صورة واحدة أو رسم بياني واحد الكثير من المعلومات لمستخدم هذه الصورة أو الرسم البياني [58].

### 3.2.1.3. تعريف التحليل الأساسي وأهميته

يعرف التحليل الأساسي بأنه: " التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها." [16] ص 159

كما يعرف بأنه: " هو إيجاد القيمة الحقيقية للسهم بالاستناد إلى التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات وصولاً إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم . [58]

وعليه، فإن التحليل الأساسي هو عملية تقييمية يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد سعر الورقة المالية، من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها.

وتكمن أهمية التحليل الأساسي في تحديد المعلومات الأساسية في تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث تمكنهم من الإجابة على التساؤلات التي يواجهونها عند

شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، وأهمها ماهية الأوراق المالية التي يتعين شراءها أو بيعها وما هو التوقيت الملائم للقيام بذلك.

ففي ظل التحليل الأساسي، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ثم يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي تستثمر فيها أمواله عن طريق التحليل المالي لتلك التقارير التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، وإيجاد العلاقات والاتجاهات والمؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، بهدف التعرف على درجة نمو المشروع ومقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

كما يتم التوسع في التحليل بدراسة الصناعة التي ينتمي إليها المشروع ودرجة الطلب على منتجاته والمشكلات الإنتاجية والتسويقية والمالية التي تواجه هذا النوع من النشاط، وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم للمشروعات التي تنتمي إليها تلك الصناعة.

وفي الأخير يقوم المستثمر بدراسة الاقتصاد الكلي وتحليل السياسات المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم.

وعليه، فإن أهمية التحليل الأساسي تتجلى في تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، وبهذا فالتحليل الأساسي بمستوياته الثلاث يهدف في النهاية إلى التوصل إلى القيمة الذاتية والحقيقية للاستثمار ومدى قربها أو بعدها عند القيمة السوقية له. [59] ص 46-47

يهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف

إلى:

- التعرف على القيمة العادلة لأسهم المؤسسة.
- تقييم القوة الأيرادية للمؤسسة والعائد على الاستثمار فيها.
- تقييم هيكل رأس مال المؤسسة.
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في المؤسسة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة. [58]

### 4.2.1.2. مضمون التحليل الأساسي

يتضمن التحليل الأساسي للمعلومات ثلاثة مراحل و هي:

- المرحلة الأولى: تهتم بتحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية وتشمل هذه الظروف الاقتصادية تحليل السياسة المالية والسياسة النقدية وتحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي...).

-المرحلة الثانية: تتضمن تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة الواعدة، إما بسبب التطور التكنولوجي أو التغيير الاجتماعي أو أسباب أخرى.

- المرحلة الثالثة: تخص تحليل المؤسسة ذاتها بهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الواعدة والتي على أساسها يحدد المستثمر الأوراق المالية التي يستثمر فيها. [16]ص160-161

وسنركز في الفصل الموالي على المعلومات التي يمكن الحصول عليها من القوائم المالية السنوية للمؤسسة فقط، للتعرف على قيمة هذه المعلومات للأغراض المختلفة للتحليل الأساسي.

### 3.1.2. دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها و تكاليف الحصول عليها، وتلعب المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، و لتوضيح ذلك سنتناول في هذا المطلب الفروع التالية:

#### 1.3.1.2. المعلومات في سوق الأوراق المالية

تساعد المعلومات في سوق الأوراق المالية على تحقيق ما يلي:

- تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تلعب المعلومات المالية دورا هاما في تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية، لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيمة المحورية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص الاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقيق بعض العوائد غير العادية وذلك في الفترة القصيرة، ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات ستقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية أو المحورية،

وذلك بفضل توفر المعلومات وتحليلها، مما يساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. [35]ص73

- اتخاذ قرار شراء و بيع الأوراق المالية

يؤدي توفر المعلومات إلى مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، فمن خصائص سوق الأوراق المالية التي تتميز بالكفاءة أن تعكس المعلومات المتاحة أسعار توازن الأوراق المالية، وهي الأسعار التي تجعل عائد الورقة المالية يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به، ويتوقف كل هذا على مدى توافر المعلومات وعلى قدرة المستثمرين على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات. [25] ص 130

لذلك، يمكن القول أن المعلومات المالية المتاحة تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة.

- تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية

يمكن لتوافر المعلومات أن يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية. [25]ص 131

- تحديد الأسهم ذات الخلل السعري

الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية، كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها المحورية أو الحقيقية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي يرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، مما يؤدي إلى اتجاه الأسعار نحو التوازن.

ولابد من الإشارة إلى أن توفر المعلومات في السوق يعتمد على مدى صرامة التشريعات المنظمة ومدى قدرة هيئات الأوراق المالية على تنفيذ ومتابعة الالتزام بهذه التشريعات، كما يعتمد على قناعة الجهات الملزمة بالإفصاح بأهمية هذا الإفصاح لجمهور المستثمرين، وإن كان في بعض الأحيان

يتعارض مع بعض المصالح الشخصية، فتعامل أي مستثمر في ظل غياب المعلومة هو ظلم لهذا المستثمر وتشويه كبير لآليات السوق الطبيعية.

وانطلاقاً من ذلك فإن هيئات الأوراق المالية تعمل على تعزيز مفهوم الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من خلال عدة محاور هي:

- . تعزيز ثقافة الإفصاح: وذلك من خلال توعية الجهات المصدرة للأوراق المالية والأشخاص المطلعين على المعلومات باتجاه هذا الموضوع ليصبح هناك ثقافة مجتمعية عامة تجعل من الإفصاح ممارسة طبيعية.
- . وضع التشريعات اللازمة ومتابعة تنفيذ هذه التشريعات بما يكفل إلزام كل الجهات ذات العلاقة بالإفصاح عن المعلومات وتوفيرها للمستثمرين.
- . توعية المستثمرين عموماً لأهمية المعلومات وحقوقهم بالحصول عليها، ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.
- . عدم السماح بأي استفادة من المعلومات غير المعلن عنها ومتابعة ومراقبة كل من يحقق أي ميزة استثمارية ناتجة عن امتلاكه لمعلومات غير معلن عنها.

كما يتعين على هيئات الأوراق المالية التصدي لإشاعة وتسريب المعلومات التي تعتبر أشد تحد تواجهه هيئة الأوراق المالية، وذلك من خلال ضبط الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه بما يكفل الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات، ومما يجعل من هذا الأمر في غاية الصعوبة هو أن الإشاعة تتغذى من عوامل الطمع في نفوس بعض المستثمرين وأن هناك مستفيدين من ترويج الإشاعات وتسريب المعلومات.

وللحد من هذه الظاهرة فإن هيئات الأوراق المالية تقوم بسن التشريعات اللازمة، ولعل هذا يعتبر الشق الأسهل في جهود هذه الهيئات إلا أن هذا الجانب على أهميته لا يكفي لوحده للقضاء على هذه الظاهرة، لذا فإن هيئات الرقابة تقوم بالعمل ضمن إستراتيجية بعيدة المدى لتعميق مفهوم الإفصاح في السوق وخلق ثقافة استثمارية عامة تقوم على مبادئ الإفصاح والشفافية وهو ما لا يمكن أن يتم بفعل قوة سحرية وهو يحتاج إلى تعاون الكثير من الجهود التي تصب في هذا الهدف، وبدون تعاون المستثمرين في السوق فإن هذه الجهود تكون عرضة للتبديد والضياع [58]. إضافة إلى تسريب المعلومات نجد أيضاً عدم تماثل المعلومات.

### 2.3.1.2. عدم تماثل المعلومات وأثرها على سوق الأوراق المالية:

حيث تكشف أهمية نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، فحيازة كبار الملاك في المؤسسة insiders لمعلومات لا يمتلكها الآخرون يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية على الأطراف المشاركة في السوق، فشعور احد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة ما كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين على التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في سوق الأوراق المالية و تناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة لحظة ما.

ومن المؤكد أن اللاتساق في المعلومات يمكن أن ينعكس في شكل عدم تجانس التوقعات وأيضا في شكل اتساع مدى السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تكلفة الصفقات وتناقض السيولة وبالتالي تراجع عدد المتعاملين في السوق كمحصلة لسعي الأطراف النافذة في السوق إلى تحقيق عوائد مميزة على حساب المستثمرين الآخرين. [60]ص133

وبالتالي فإن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل على المستثمرين يمكن أن يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في المؤسسة المصدرة لأسهم، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة، ومع ذلك لا يسيع التحليل السابق الاعتقاد بأن كل المحضين Insiders في السوق، ومنهم فئة المحللين وذلك لان معظم العوائد المميزة التي يحققها هؤلاء المحضين في الوقت الراهن إنما هي نتاج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق. [15] ص286

وتعزى عدم الكفاءة في نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية إلى التأخر في نشر المعلومات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات إلى تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية، أما العامل الأخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية والقوائم المالية المنشورة بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية أو إغفالها بعض المتغيرات التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. [61]ص27.

وحتى تؤدي المعلومات دورها في تحقيق الكفاءة سوق الأوراق المالية يتطلب ما يلي:

- توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة على النحو الذي يتيح لجميع المتعاملين في السوق المعرفة الكاملة بشأن ظروف القطاعات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

- أن يكون تغير أسعار الأوراق المالية تبعاً للمعلومات الواردة إلى السوق، حيث يفترض من خلال آليات السوق أن تكون قادرة على ضمان تعديل أسعار مختلف الأوراق المالية بناءً على المعلومات الواردة إليها بدقة وبالسرعة المطلوبة، وهو ما يؤدي بآلية التغيير عند توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة بمثابة الحكم بين المؤسسات الناجحة والمؤسسات ذات النتائج الرديئة.

## 2.2. كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفؤ هي سوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة، حيث تختلف مدة انعكاس المعلومات و نوعها تبعاً لنوع و مستوى الكفاءة لسوق الأوراق المالية، و لتوضيح كل ذلك قسمنا هذا المبحث إلى المطالب الثلاث التالية:

- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها؛
- متطلبات سوق الأوراق المالية؛
- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

### 1.2.2. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها

على الرغم من تعدد التعاريف التي حددها خبراء المال و الاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد، ويعتبر الاقتصادي الشهير Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية و علاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، كما حاول العديد من الباحثين من بعده صياغة تعريف للكفاءة و من بينهم Jensen و Beaver و Francis و Fama، و لإيضاح ذلك نتناول في هذا المبحث النقاط التالية:

- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

#### 1.1.2.2. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

حتى نتمكن من تحديد مفهوم الكفاءة لابد من إيراد أهم التعاريف التي تناولت السوق الكفؤ فيما يلي:

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها: السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة [38] ص 32 ، كما تعرف بأنها تلك السوق التي تحقق تخصيصاً أمثلاً

للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، وبالتالي يعتبر السوق كفواً عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية. [62]ص 8

وتعرف كفاءة سوق الأوراق المالية أيضاً بأنها: السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفؤ سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر. [25]ص 127

كما تعتبر سوق الأوراق المالية كفؤاً إذا كانت الأوراق المالية المتداولة فيها مقيمة بقيمتها العادلة Fair-value، وهذا بافتراض أن كل المعلومات المتوفرة تنعكس بالكامل وفورا في أسعار الأوراق المالية. [64]p857

وهناك من يعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها: تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. [16]ص 479

وتعرف كذلك بأنها السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرين بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات و سعرها الحالي في السوق. [9]ص 48

من خلال التعاريف السابقة لكفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص الخصائص التالية لهذه السوق:

- التخصيص الأمثل للموارد المتاحة
- أسعار الأوراق المالية تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة.
- هذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية

### 2.1.2.2. أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية:

يوجد هناك نوعان من الكفاءة لسوق الأوراق المالية هما:

- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية:

تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها: السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية. [16]ص 42

كما تعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها: تلك السوق التي ينعلم فيها الفاصل الزمني بين تلقي المعلومات الجديدة و الاستجابة السعريّة للأصول المتداولة ، و تحقق ذلك يستدعي شروطاً معينة وهي:

- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية، و بذلك تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استناداً إلى تجانس معلوماتهم
- انعدام القيود على المعاملات مثل تكاليف المعاملات والضرائب، وعدم وجود قيود كمية للمعاملة الأوامر (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.

- العدد الكبير من المستثمرين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة على السوق [15]ص 281-282، أي لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار. [65]
- الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار. [15]ص 282

ويفترض في الكفاءة الكاملة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، نظراً لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية، أي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{D_t}{(1 + R_e)^t}$$

حيث إن:

$V_0$  : تمثل القيمة السوقية للسهم وهي تعادل قيمته الحقيقية.

$D_E$  : أرباح السهم السنوية الموزعة.

$R_e$  : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

$t$  : الزمن. [62]ص 9

ومن خلال هذه الصيغة، فإن الكفاءة الكاملة للسوق تتحقق عندما تكون القيمة الحالية للعوائد السنوية للسهم المستحدثة بمعدل عائد على الاستثمار مساوية تماماً لقيمه السوقية يوم شرائه. وقد اتضح للباحثين بعد تحليل هذه الشروط إنها تتسم بالجمود في الواقع العملي، حيث يصعب إن لم نقل يستحيل

توافرها في العديد من الأسواق. ويبقى الشرط الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة الشرط الذي يتسم بالواقعية وسهولة تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، ويعكس هذا الشرط الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية على النحو التالي:

- الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

تعرف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأنها: السوق التي تحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. [16] ص 48

أي يفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وجود فاصل زمني بين تحديد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل، وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة يحقق المستثمر من وراءها أرباحاً غير عادية، خاصة في المدى الطويل. [62] ص 10

ولكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه والمتمثل في التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما:

- كفاءة التسعير

وتدعى بالكفاءة الخارجية وتعني انعكاس المعلومات الجديدة في الأسعار المباشرة ودون تأخير وتكلفة إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعد مباراة عادلة Fair-Game. [15] ص 241

ويلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية، والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق.

- كفاءة التشغيل :

يطلق على كفاءة التشغيل اسم الكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال

انخفاض الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية، وبتغيير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق. [38]ص 34

وتعرف أيضا بأنها: إمكانية تحقيق التوازن بين المشتريين و البائعين، دون تكبد كل منهما تكلفة عالية للوساطة أو حتى تحقق مزايا استثنائية لصناع السوق (التجار و المتخصصون) [15]ص 241. وعليه يتضح أن المقصود بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

### 3.1.2.2. النموذج العام لقياس كفاءة السوق

اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى إطار نظري، وهو ما جعل Fama يقوم بصياغة فرضية السوق الكفو، والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، ويتسق مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها، ويعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن الفترة الزمنية ( t) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة في الزمن ليصل السعر (p<sub>t+1</sub>) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة، ويتصف ورود المعلومات بالحركة العشوائية، مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند الفترة الزمنية ( t+1 ) لا يكون مساويا للسعر الذي يتم عنده التداول في تلك اللحظة (t+1) .

ويؤدي ذلك إلى قياس خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في اللحظة الزمنية (t+1) والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك اللحظة، كما توضحه المعادلة الموالية:

$$\Sigma_{t+1} = P_{t+1} - E_t ( P_{t+1} )$$

حيث أن:

$\Sigma_{t+1}$  : حد الخطأ العشوائي.

$P_{t+1}$  : سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند الزمن (t+1).

$E_t ( P_{t+1} )$  : السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند الزمن (t+1) والذي صاغه المستثمر في الزمن (t).

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل المعلومات كما يتمتع المستثمرون بالرشادة في اتخاذ القرارات الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية، وترد

المعلومات بصورة عشوائية، مما يجعل هناك تبايناً في التنبؤ بتوقعات المستثمرين بين العائد المتوقع والعائد الفعلي، وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحاً غير عادية، يطلق عليها خطأ التنبؤ والذي يأخذ الصيغة الآتية:

$$\eta_{t+1} = R_{t+1} - E ( R_{t+1} )$$

حيث أن:

$\eta_{t+1}$  : خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية (t+1) وتمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية.

$R_{t+1}$  : معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن (t + 1).

$E ( R_{t+1} )$  : معدل العائد المتوقع تحقيقه عن الزمن (t + 1)، والذي يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات

التاريخية المتاحة لجمهور المتعاملين. [66]P11-12

ويأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الموالية: [38]ص 35 – 38

$$P_t = a + b\theta + e_t$$

حيث إن:

$P_t$  : سعر الأوراق المالية في الزمن " t " .

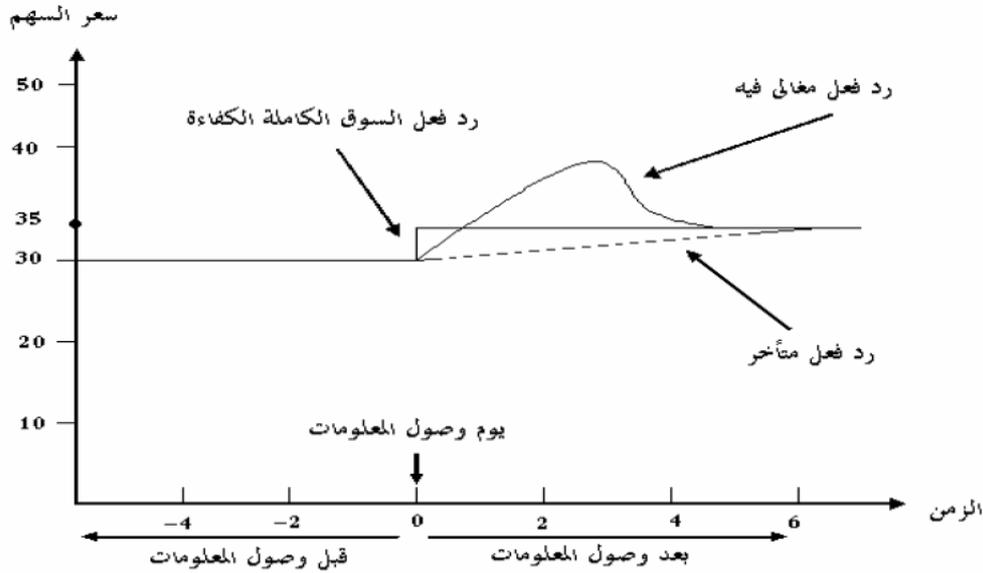
$\theta$  : المعلومات التاريخية أو المالية أو المستقبلية.

$e_t$  : الخطأ العشوائي.

a : معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن " t " .

b : معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن ( t ) الذي يخضع لنوعية المعلومات.

ويوضح الشكل رقم (03) وضع السعر في ظل فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في حالة ورود المعلومات السارة.



الشكل رقم (03): نموذج عن تغير السهم في ظل كفاءة السوق الكاملة والاقتصادية المصدر: [15]ص

.283

ويشير هذا الشكل إلى أن هناك ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر سهم المؤسسة إزاء المعلومات الواردة، وبافتراض انه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل 30 وحدة نقدية (ون)، وفي الوقت ذاته وصلت المعلومات سارة بشأن المؤسسة، وقد قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم نحو 35 ون، وفي ظل هذه المعطيات من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فوراً و دون فاصل زمني من نحو 30 ون إلى نحو 35 ون عاكساً بذلك محتوى المعلومات ودرجة المخاطر السائدة في السوق على النحو الذي يوضحه الشكل أعلاه.

## 2.2.2. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها مجموعة من المتطلبات نوردتها فيما

يلي: [35]ص 262

## - المعلومات

تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير المعلومات عن مختلف القطاعات الاقتصادية، والمؤسسات المسجلة في السوق، وتوفر المعلومات فرصاً لتقييم المخاطرة والعائد للقطاع والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة والأخرى التي لا تعمل بكفاءة في نشاطها وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، كما يضغط تغيير الأسعار في سوق الأوراق المالية على قيام المنشآت بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من قبل المؤسسة، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق مالية جديدة تباع بسعر مرتفع، مما يوفر تمويلاً أوسع لنشاط المؤسسة وبتكلفة منخفضة.

ويعكس ارتفاع أسعار الأوراق المالية ثقة السوق في المؤسسة، وهو ما يوفر لها فرص الحصول على مزايا عديدة سواء في تسويق منتجاتها، أو الحصول على تمويل من مصادر أخرى، وهكذا توفر المعلومات السيولة اللازمة للأوراق المالية، مما يجعل هذه الأخيرة أكثر جاذبية للمستثمر في حالة ارتفاع السيولة لها.

## - السيولة

تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

ولذلك، فإن سيولة السوق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد، لأنها تتيح الاختيار أمام متخذ القرار سواء من الأفراد أو المؤسسات، ومن ثم تساعد على اختيار البديل الذي يعظم من كفاءة التخصيص، كما أن السيولة تعمل على توفير سمة انتظام الأسعار، أي استقرارها في السوق.

وعليه، فإن السيولة التي تعد إحدى السمات الرئيسية لكفاءة السوق، تعني القدرة على الشراء والبيع بسهولة مما يؤدي إلى رفع كفاءة السوق من خلال المساهمة في:

- تشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- تحسين تخصيص رأس المال المستثمر في ضوء الفرص الاستثمارية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة مما يساهم في مدى اتساع حجم السوق.

- إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات.

- عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في سوق رأس المال إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد.

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة البورصة لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير اقتصادية.

فكلما اتسمت السوق بالعدالة، انعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية.

- تكلفة المعاملات

تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري، لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفؤ تتميز بانخفاض تكلفة المعاملات، الشيء الذي يؤدي إلى تطور كفاءة الاستثمارات.

ويساهم انخفاض تكلفة المعاملات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تحقيق ما يلي:

- خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح لتجار الأوراق المالية المتخصصين وصناع السوق لتحقيق أرباح غير عادية.

- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات في وقت معقول.

- إزالة القيود المؤسسية أو المعلوماتية غير المبررة على التعامل في الأوراق المالية مع إمكانية التجزئة الكاملة لجميع الأوراق المالية محل التعامل.

- رشادة سلوك المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر. ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفؤ بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها.

- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة.
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

#### – درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية الخاصة بزبائنهم.

وللوصول إلى درجة عالية من الأمان والعدالة بين المتعاملين ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- ضمان المنافسة النزيهة بين المتعاملين من خلال توافر عدد كبير من المستثمرين.
- نفي وجود قوة احتكارية على الأسعار.
- إزالة العوائق على الاستثمار من خلال حرية دخول وخروج رؤوس الأموال.
- وضع قوانين لحماية المستثمر خاصة صغار المستثمرين.
- متابعة الإدارة من قبل المساهمين حتى لا تترك فرصة للإدارة غير الفعالة من أن تبقى تتمتع بامتيازات طويلة دون أن تحقق عوائد مقبولة.

#### – الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي

من أهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وتطويرها هو وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق.

فنشاط سوق الأوراق المالية يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلاً عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق. وعليه، فإنه للوصول إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر ما يلي:

- هيكل مؤسسي وتنظيمي يعمل على الخصوص إلى إحكام الرقابة على التعاملات في سوق الأوراق المالية.
- قوانين منظمة للسوق والتي تخص إصدار الأوراق المالية وتداولها، شروط دخول المؤسسات إلى البورصة، قوانين حماية المستثمر... الخ، هذه القوانين تسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- . توفير المعلومات بشفافية عن الأوراق المالية المتداولة في البورصة أمام المستثمرين والمتعاملين في السوق.
- . منع التزيف والغش أو ممارسات غير مشروعة تؤثر على تداول الأوراق المالية.

. زيادة حجم الاستثمارات والتخصيص الأمثل للموارد وزيادة الفعالية في التنظيم وإدارة رؤوس الأموال.

ولتحقيق متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من وجود هيئة تنظيمية ورقابية تشرف على سوق الأوراق المالية، و سوف نتناول كنموذج القانون الأمريكي الذي يحكم التعامل بالأوراق المالية - كون سوق الأوراق المالية الأمريكية تعد الأكثر تطوراً -، فقد صدر قانون الأوراق المالية الأمريكي لسنة 1933 ويسمى بقانون الصدق في التعامل بالأوراق المالية، وقد حدد في نصوصه هدفين أساسيين، أولهما توفير المعلومات المالية وغير المالية الهامة عن الأوراق المالية قبل طرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، وثانيهما منع الغش والخداع والنصب والاحتيال في تداول الأوراق المالية، وقد ألزم القانون الشركات تسجيل إصداراتها لدى هيئة الأوراق المالية، وتقديم معلومات حول الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية وطبيعة عملها وأملكها، مع تقديم تقارير مالية مدققة من شركات تدقيق الحسابات، ويتولى السوق نشر هذه المعلومات على جمهور المتعاملين في نشرة تسمى بالإصدارات، ولتطبيق شروط الكفاءة العالية للسوق المالي تضمن القانون الأمريكي إنشاء هيئة لمراقبة وتنظيم عمليات التداول في الأسواق المالية لحماية مصالح المستثمرين والإشراف على الأسواق المالية، وهذه الهيئة هي هيئة الأوراق المالية والتبادل، وقد أنشأت هذه الهيئة بموجب قانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر عام 1933، إذ تحملت مسؤولية مراقبة وتنظيم التعامل بالأوراق المالية، وتشرف على الوسطاء والوكلاء وعلى خبراء ومستشاري الاستثمار وصناديق الاستثمار، وتتألف الهيئة من خمسة مفوضين يعينهم رئيس الجمهورية لمدة خمسة سنوات، وتتشكل من أربعة أقسام رئيسية و 18 مكتبا أهمها مكتب كبير المحاسبين الذي يعد المستشار والشخص المؤهل لتقديم الاقتراحات للهيئة بكل ما يتعلق بتنظيم الحسابات والمراجعة، وينسق هذا المكتب مع المنظمات المحلية والدولية التي تضع معايير المحاسبة والتدقيق، وتقوم أقسام الهيئة الأربعة بالمهام التالية:

- قسم تمويل الشركات: يشرف هذا القسم على عمليات الإفصاح عن المعلومات المعروضة من قبل المؤسسات سواء عند الإصدارات الأولية لها أو الإفصاح الدوري المستمر، ويقوم القسم بمراجعة وثائق الإفصاح المطلوبة من المؤسسات المساهمة، مثل وثيقة تسجيل الإصدار الجديد والتقارير المالية الدورية والسنوية وطلبات الدمج والحيازة.
- قسم تنظيم السوق: ومهمة هذا القسم وضع المعايير لضمان تداول عادل وذو كفاءة عالية للأوراق المالية، من خلال تنظيم البورصة وشركات الوساطة وبيوت المقاصة وشركات حفظ سجلات التداول ونقل ملكية الأسهم والمعلومات المنشورة.

- قسم إدارة الاستثمار: ينظم عمل صناديق الاستثمار وخبراء ومستشاري الاستثمارات وتحديد هيكل ووسائل تطوير الإفصاح وتخفيض الخطر على المستثمرين.
- قسم فرض النظام: ويهتم هذا القسم في التحقيق بمخالفات المتعاملين لأنظمة تداول الأوراق وتنظيم أسواق الأوراق المالية، وتشمل هذه المخالفات التداول من الداخل والتي تتم من خلال استغلال مدراء وموظفي المؤسسات المعلومات بحكم وظائفهم ما يتوفر لديهم من معلومات عن عمليات شراء وبيع الأسهم قبل نشرها على جمهور المستثمرين، مما يؤدي إلى التأثير على أسعارها في سوق الأوراق المالية إذا ما تم استخدامها لإغراض تحقيق الأرباح، والتحقيق في مخالفات الوسطاء الماليين ووكلاء الأسهم بسبب عدم معاملة الزبائن بشكل عادل، ويهتم أيضا بالمخالفات الأخرى التي تتعلق بتزوير وحذف المعلومات الجوهرية عن الأوراق المالية، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق أو سرقة واختلاس أموال العملاء أو الأوراق المالية المودعة، وكذلك في حالة إصدار وبيع أوراق مالية غير مستكملة التسجيل القانوني ويقترح العقوبات المناسبة على هيئة المفوضين.

وتشرف هذه الهيئة على تجارة الأوراق المالية وتدقق منشورات إصدارات الأسهم والإفصاح عن المعلومات، وتقبل أو ترفض أية مستندات بخصوص تسجيل الأسهم، وتراقب أسواق الأوراق المالية وتتأكد من أن جميع عمليات البيع والشراء اليومية تتم بطريقة سليمة وخاصة تدقيق الفقرات الأساسية التالية:

- يجب أن تكون جميع مؤشرات الأسهم عادلة.
- تفعيل شروط التدقيق الداخلي على جميع أنشطة السوق.
- تطبيق العقوبات على المخالفين. [65]

### 3.2.2. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية – كما اشرنا إليها سابقا – تعني انعكاس جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، لكن يوجد سؤال يطرح نفسه حول طبيعة و ماهية المعلومات المتاحة؟. ويمكن الإجابة على هذا السؤال من خلال عرض فروض السوق الكفو وهي:

- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق؛
- الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق؛
- الصيغة القوية لكفاءة السوق.

### 1.3.2.2. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

يعني فرض الصيغة الضعيفة كفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، وبالتالي فإن تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر، باعتبار أن الأسعار تتحرك في صورة عشوائية، وبناء على ما سبق، سيتم تناول بالدراسة هذه الصيغة من خلال الفروع التالية:

- مفهوم كفاءة السوق في الشكل الضعيف؛
- اختبارات كفاءة السوق في شكله الضعيف.

- مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تعرف الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأنها: السوق التي تفضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بخصوص ما يحدث من تغيرات على الأسعار وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. [16] ص 51

كما عرف البعض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأنها: السوق التي يمكن فيها تحقيق أرباح غير عادية نتيجة المضاربة على أصل مالي عن طريق استخدام المعلومات السابقة التي تخص هذا الأصل. [66]P61

أي تتضمن هذه الصيغة لفرضية كفاءة السوق إطاراً محتواه أن أسعار الأوراق المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وتشمل معدلات أسعار الأوراق المالية و حجم التعاملات فقط، و هذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر. [15] ص 284

وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة وليس معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار. [67] ص 157.

ومما سبق، يتضح أن الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق لا تعترف بالفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني للأوراق المالية ويعتبر عديم الجدوى، لكن الدراسات الإحصائية التي أجريت على الحركة

العشوائية خلصت إلى أن معظم أسواق الأوراق المالية تحقق على الأقل هذا المستوي من الكفاءة.  
[68]P 50

- اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

لقد تم اختبار الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية، ومن أهم هذه المداخل ما يلي:

- اختبار الأنماط

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار ( أو اتجاه العوائد )، وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات، حيث ( + ) تعني حركة سعرية بالزيادة، وإشارة ( - ) تعني حركة سعرية بالنقصان، كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير، ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية. [16]ص 46

وقد قام " فاما " سنة 1965 باختبار هذا الفرض على سوق نيويورك، حيث لاحظ أن عدد من التغيرات في الأنماط أقل من المتوسط، مما يعني وجود ارتباط موجب بين التغيرات في الأسعار التاريخية مع التغيرات التي قد تحصل مستقبلا في الأسعار، وهذا ما يسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباحا غير عادية على حساب بقية المستثمرين. [66]P 48

- اختبار سلسلة الارتباط

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط، حيث إن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى Eugene fama في الخمسينات، عندما قام باختبار ثلاثون سهما من " داو جونز " من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى عشرة أيام، وقد اتضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة. [38]ص 47

وإضافة إلى هذه الدراسة جرت العديد من الأبحاث لاختبار فرض الصيغة الضعيفة على أساس معامل الارتباط منها الدراسة التي قام بها ماكينلي " Mackinly " سنة 1988، حيث قام باختبار معامل الارتباط بين الأوراق المالية والارتباط بين المحافظ المالية في بورصة نيويورك.

كما قام كل من فاما " Fama " وفرانتش " French " سنة 1988 بدراسة معامل الارتباط للعوائد اليومية لمحافظ الأوراق المالية المتداولة في بورصة " NYSE " في الفترة من 1926 إلى 1985 وأوضحت هذه الدراسة أن معامل الارتباط يقترب من الصفر على المدى القصير ويصبح سالبا بين ( -0.25 و -0.4 ) خلال الفترة من ثلاثة إلى خمسة سنوات. [66]P 48

وتجدر الإشارة في الأخير، إلى أن كل الدراسات التي تمت على اختبار فرض الصيغة الضعيفة للسوق على أساس سلسلة الارتباط أثبتت عدم وجود ارتباط، وإن وجد فهو ضعيف وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

#### - قواعد التصفية

لقد اعتبر العديد من الفنيين بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلا واقعا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية.

ومعنى قاعدة التصفية بأنها قاعدة تصلح في المضاربات، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون، مجموعة تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرارات الشراء، وأن انخفاض السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سلبيا لقرار البيع.

أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية، حيث تقتضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقتضي بأن أسعار الأسهم تنخفض في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وهو ما يعرف بتأثير التوقيت. وبالنسبة للمجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط الحسابي للأسعار وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى الدراسة التي قام بها " Alexander " سنة 1964 والتي اهتمت بتحليل أسعار الإقبال لمؤشر Dow Jones للصناعة باستخدام قواعد التصفية، أين توصل إلى استنتاج بأن هذه القواعد حققت عوائد غير عادية على كامل فترات الدراسة، وهذا ما يدل بالتبعية على وجود ارتباط بين أسعار الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يبطل نظرية الأسعار العشوائية التي تقوم عليها الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، ولذلك فإن اتباع إستراتيجية استثمار مبنية على قواعد التصفية أنجح وأفضل بكثير من إستراتيجية الاستثمار الساذجة التي تقوم على فكرة بسيطة تتمثل في الشراء والاحتفاظ.

وقد واجهت الدراسة أعلاه انتقادات من قبل العديد من الباحثين، وأهمها التي أجراها كل من (Blume & Fama) سنة 1966، والتي توصلنا من خلالها إلى أن العوائد الناتجة عند تطبيق إستراتيجية الاستثمارات الساذجة، والتي تعتمد على شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها تعتبر أعلى بكثير من تلك المحققة بإتباع تقنية التصفية، والتي تكون محفوفة بدرجة مخاطرة عالية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن قواعد التصفية لا تعطى للمستثمر الذي يطبقها فرصة تحقيق أرباح متميزة عن الآخرين ممن لم يأخذوا بمثل هذه القواعد، وهو الأمر الذي يدل على أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية مستقلة عن بعضها البعض وغير مرتبطة، وأن نظرية حركة الأسعار العشوائية تبقى صحيحة.

ومن خلال ما سبق تناوله من مداخل اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، فإن المستثمر يهدف إلى تعظيم أرباحه، ومن ثم يسعى جاهدا لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات.

وباعتبار أن المعلومات ترد في أي وقت وفي أي نمط عشوائي أو غير منتظم، وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، وهذا ما يجعل الحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ عشوائية. [16] ص 504-506

### 2.3.2.2. الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق

في ظل فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق، فإن الأسعار تستجيب للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات، مما ينعكس أثر هذا التحليل على أسعار الأوراق المالية، وقد اختبرت هذه الصيغة للوقوف على مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة الأسعار للأوراق المالية إلى المعلومات العامة الواردة. ولتوضيح مفهوم هذه الصيغة وتبيان مختلف الاختبارات التي تمت، سوف يتم دراسة المحورين أدناه:

- مفهوم الصيغة متوسطة القوة؛
- اختبارات الصيغة متوسطة القوة.
- مفهوم الصيغة متوسطة القوة

تعرف الصيغة متوسطة القوة بأنها: " الأسواق التي تنعكس فيها كل المعلومات المتاحة المعلن عنها على أسعار الأوراق المالية، ولهذا لا يوجد شيء يؤدي إلى تعاملات مربحة من خلال استخدام مصادر المعلومات العامة." [34] ص 262

كما تعرف هذه الصيغة أيضا بأنها: " السوق التي يكون فيها سعر الورقة المالية يعكس تماما جميع المعلومات العامة المتاحة للعامة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، وذلك مثل المعلومات عن العائد أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول منتج جديد والتعديلات السعرية، حيث تستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية." [66]P 63

وتعرف أيضا بأنها: " السوق التي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر في تسعير هذه الأوراق، ممثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والأحجام التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات، لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتسعير، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة." [15] ص 284

وتعكس أيضا المعلومات المتاحة عن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وكذا ظروف الشركة الداخلية وتقاريرها وقوائم المالية المنشورة والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها الجهات المتخصصة في هذا المجال. [67] ص 158

وانطلاقاً من مفهوم هذه الصيغة، فإنه يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية نظراً لتعديل السعر وفقاً للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة بين وصول المعلومات وبين تغيير السعر بناءً على هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير.

وعليه، فإنه لكي تصبح الأسواق ذات كفاءة شبه قوية فلا يجب أن يكون هناك تأخر في معرفة المعلومات، بل ينبغي أن تنشر بالكامل في السوق دون تأجيل، حتى تقوم الأسعار بعكس كل المعلومات فوراً.

- اختبارات الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق

لقد اختبرت الصيغة متوسطة القوة بوسائل غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي: [16] ص 48 [67] ص 159  
- الإعلان عن الأرباح والتوزيعات

لقد قام كل من Ball & Brown سنة 1969 بتقديم دراسة تحليلية تهتم بتتبع مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لعدد 261 شركة أمريكية، لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن آليات السوق قد توقعت التغيير في النتائج قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات التي لم تتحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور، والعكس صحيح.

كما قام كل من Bidwel & Col سنة 1980 وكذا Smirlock & Yawitz سنة 1985 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب آخرين، وهو ما يعد تأييدا لفرض كفاءة السوق متوسطة القوة.

- عمليات اشتقاق الأسهم

يقصد باشتقاق السهم تقسيمه وتجزئته إلى سهمين أو أكثر، حيث يتم إجراء مثل هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمها مرتفعة نسبيا، ذلك أن ارتفاع قيمها يعتبر عائقا على تداولها من قبل صغار المستثمرين، وهو ما يؤدي بعملية اشتقاق الأسهم إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية المشتقة، ومن ثم رفع درجة السيولة الخاصة بها.

ومن أهم الدراسات التي اهتمت ببحث اختبارات كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة، تلك الدراسة التي قدمها Jensen & Roll سنة 1969، حيث اهتمت بتتبع اتجاه أسعار الأسهم عند القيام بعملية الاشتقاق، وقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق 622 سهم مدرج ببورصة نيويورك لفترة زمنية امتدت ما بين سنة 1927 و 1959، وخلصت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماما وبسرعة المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاشتقاق، وأن هذه العملية لا تمنح لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين، حتى ولو قام ببذل الجهد وإنفاق الأموال من أجل تحليل المعلومات الخاصة بالاشتقاق، ذلك لأن السوق تنسم بالكفاءة في شكلها متوسطة القوة.

## - الإصدارات الجديدة

أوضحت الدراسة التي أجراها كل من Miller & Reilly سنة 1987 بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة، أن سعر السهم الذي يطرح للمرة الأولى للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، غير أن القيمة السوقية للسهم سرعان ما ترتفع لتصل إلى قيمته الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة، وهذا بعد نفاذ الإصدار بيوم واحد، وذلك حينما تتداول الأسهم بين المستثمرين.

كما أوضحت الدراسة التي قام بها Pearce & Rolly سنة 1985، أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات المتعلقة بالأحوال الاقتصادية التي تصل للمتعاملين في السوق، الأمر الذي يؤيد الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق.

ومن خلال تناول أهم اختبارات كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة، فإن أسعار الأسهم تعكس- بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم في الماضي- كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والتي تتمثل في الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المحلية والعالمية وكذا ظروف المؤسسة الداخلية، بالإضافة إلى مختلف التقارير والتحليلات والتفسيرات الخاصة بالوضع المالي للمؤسسة وللإقتصاد، والتي تعدها الجهات المتخصصة.

وفي ظل الشكل متوسط القوة من كفاءة السوق، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن هذه الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات، بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييرا على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلية للمعلومات التي وصلت له من قبل.

وتأسيسا على ذلك، لا ينبغي على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، حيث تقدم الدراسات التي أجريت على أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية مساندة للافتراض القائل على أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة في شكلها المتوسط، ذلك أنه يتاح للمستثمرين في هذه الأسواق معلومات من مصادر شتى، فبالإضافة إلى ما تقدمه لجنة بورصة الأوراق المالية، تقدم المؤسسات المعلومات التي يحتاجها المستثمر لتقييم الأوراق المالية، كما تقدم الصحف والدوريات المالية والشبكات الإخبارية وشبكات الانترنت الأخبار والمعلومات بأسرع ما يمكن وبأقل تكلفة، وهو الشيء الذي أدى إلى انعكاس الأسعار في الأسواق الأمريكية لكافة المعلومات

العامة المتاحة للجميع على وجه السرعة، وهذا ما يؤيد فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق.  
[34]ص 268

### 3.3.2.2. الصيغة القوية لكفاءة السوق

تعتبر الصيغة القوية لكفاءة السوق بمثابة أعلى مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية، لأن الأسعار تعكس كل المعلومات التي يمكن معرفتها سواء كانت عامة أو خاصة، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل المعلومات الخاصة، وذلك بالاعتماد على العاملين بالشركة والمؤسسات المالية والمتخصصين في الأوراق المالية. ولتوضيح هذه الصيغة سيتم تناولها في الفرعين المواليين:

- مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق؛

- اختبارات الصيغة القوية لكفاءة السوق.

- مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق

تعكس الصيغة القوية للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوفر لمجموعات معينة، مثل كبار العاملين بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو مدير المؤسسات المالية\*، حيث يمكن لهذه المجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة نسبياً، وتعرف كفاءة السوق في صيغتها القوية بأنه: عبارة عن السوق التي تنعكس فيها كل المعلومات العامة والخاصة على أسعار الورقة المالية. [34] ص 268

كما تعرف أيضا بأنها: السوق التي لا يمكن فيها الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصل مالي من أجل تقدير التطورات المستقبلية لسعر هذا الأصل المالي. P [66] 97

إلا انه لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالمؤسسة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية. [67] ص 160

ومن خلال ما سبق، يتضح أن الواقع العملي لا يمكنه توفير الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة، إلا أنه بإمكان الموظفين والمساهمين بالشركة ممن يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة، وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

\*يستخدم عليهم باللغة الانجليزية بـ INSIDES

## - اختيارات الصيغة القوية لكفاءة السوق

تم اختبار فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق من خلال وسيلة تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهي:

### - المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية

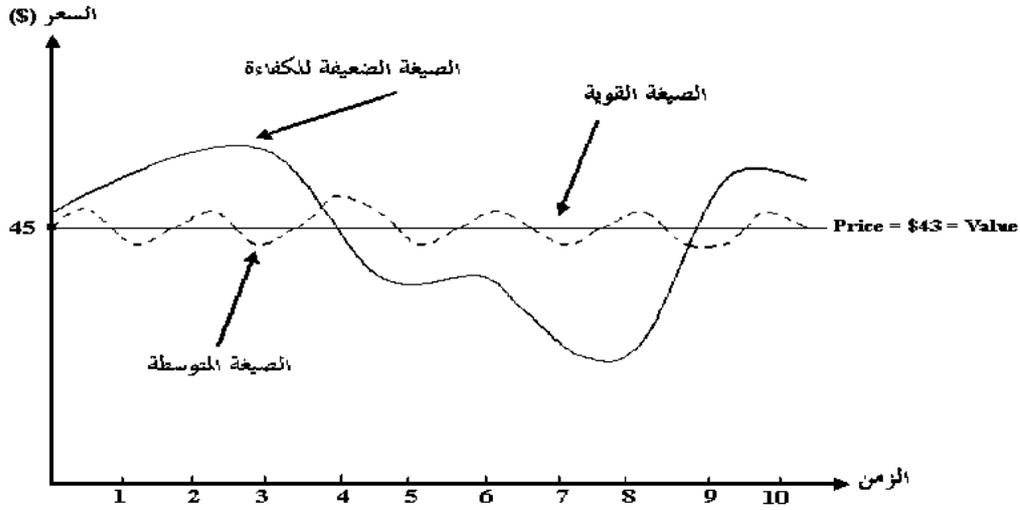
تمتلك المؤسسة المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي، ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

وقد أسفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال، عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، فقد أكدت الدراسة التي أجراها شوقي "Shawky, 1982" وكذلك دراسة قام بها " Viet & Cheny , 1982 " عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح عادية.

ومن ناحية أخرى، كشفت دراسات أخرى لـ "Dimon & March, 1984" و كين " Keane, 1989 " عن عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة بل أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة، الأمر الذي يؤيد عمليا صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق، ويعارض البعض الاتجاه السابق، حيث يرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية، وقد تكون بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق.

وتأسيسا على ما أوضحته الدراسات التجريبية بشأن قدرة كبار العاملين في الشركات على تحقيق أرباح غير عادية، بما يعنى عدم وجود السوق الكفو في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا يعنى قدرة المؤسسة المحترفة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك. [67] ص 64

ويمكن توضيح الفروض الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (04): نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المصدر: [67]

ص.163

### 3.2. مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعد المؤشرات أداة إحصائية تقيس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، كما تسمح بمتابعة أداءها ويتم حساب هذه المؤشرات بإتباع عدة طرق تختلف باختلاف سواق الأوراق المالية، وتعتبر التغيرات الجوهرية في هذه المؤشرات مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين والمحليين، وسنوضح كل ما سبق من خلال المطالب التالية:

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية تعريفها واستخدامتها؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية؛
- مؤشرات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

#### 1.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية تعريفها واستخدامتها

لتوضيح كل ما يتعلق بمؤشرات أسواق الأوراق المالية، سنتطرق في هذا المطلب لفروع التالية:

- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛
- استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية؛
- المتغيرات الأساسية لمؤشرات في أسواق الأوراق المالية.

### 1.1.3.2. تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعرف مؤشرات سوق الأوراق المالية بأنها: قيم رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم.

[69] ص 251

كما تعرف مؤشرات سوق الأوراق المالية بأنها: قيم رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعملية المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (السلاسل الزمنية) أو تغيرات المقطعية بين المؤسسات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق الأوراق المالية، وبشكل رئيس سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة.

كما تعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية بمثابة: تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى [70]p 09، هذا وتقيس مؤشرات سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق المستهدف قياسه.

وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المؤسسات المشاركة في السوق، أو من المؤسسات المشاركة في القطاع، و لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:

- . حالة سوق الأسهم أجمعها مثل مؤشر وجونز المتوسط للصناعة DJIA و مؤشر S&P500 ومؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية Case 50 ...
- . مؤشرات سوق الأسهم لصناعة (قطاع) معين: مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل DJT، مؤشر ستاندر أند بورز لصناعة المنافع العامة S&P Public Utilisiez .
- . حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة: مثل مؤشر NASDAQ الذي يعكس حالة سوق الشركات المتقدمة (مايكروسوفت، إنتل،...).

. حالة سوق الأسهم لإقليم معين: و هي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي و الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية. [15]ص298

### 2.1.3.2. استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية:

- التعرف على اتجاهات سوق الأوراق المالية والتي تعكس في احد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي. حيث أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (ال شراء أو البيع) في الوقت المناسب، فمثلا عندما تكون حركة السوق متزايدة فانه سوقا صعوديا، بينما توضح الحركة التناقضية لمؤشر السوق بأنه سوقا نزوليا و وفق هذين الاتجاهين اللذان يعكسهما مؤشر السوق يتخذ القرار. [15]ص299
- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتقيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار. [71]ص 233-234
- إن الأساس النظري لقيام سوق الأوراق المالية هو مقارنة و تبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجا لمدرء المحافظ الاستثمارية، أو حاملوا الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه السوق بعائد المستثمر لمستوى مخاطر معينة وهو ما يسمح بالتعرف على النجاح النسبي أو الفشل النسبي في القرارات الاستثمارية.
- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية: يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر. [15]ص299

- الحكم على أداء المديرين: وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه. [16]ص 247
- تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. حيث يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق. [15] ص 299
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة. [14]ص 252

### 3.1.3.2. المتغيرات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

تتمثل المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية فيما يلي:

- حجم العينة وملاءمتها:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:  
الحجم: من الطبيعي انه كلما إزداد عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل اقرب إلى الدقة، وهو مبدأ إحصائي معروف.  
الاتساع: مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، و هذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لابد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.  
المصدر: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية. [15]ص 300

- الترتيب لمفردات العينية: بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق شروط الملائمة، لابد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر، ويقف في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما

وأن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق، ومرة أخرى لابد من تجنب المؤشر المكون التحيز. إذن فترجيح أسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة ضمن محفظة المؤشر، هذا وتوجد أربع أساليب للترجيح هي:

- الترجيح بدلالة السعر: يعد سعر السهم المعبر الرئيس عن مساهمة المؤسسة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فان وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر (العينة).

- الترجيح بدلالة القيمة : يقوم هذا الأسلوب بترجيح سهم مؤسسة ضمت إلى المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر \* الكمية = القيمة) و بذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمؤسسة صاحبة السهم المدرج في المؤشر، لذلك فالمؤسسات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى و أن اختلف سعر السهم لكل منها.

- الترجيح المتساوي للسعر: يقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في إلغاء التحيز السعري الموجود في طريقة الترجيح السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها على المؤشر، وعمليا يمكن إتباع هذا الأسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية تمثل مقلوب سعر السهم ( $f=1/p$ )، بحيث أن القيمة  $f$  إذا ضربت في السعر الأصلي تكون النتيجة صحيحة أي أن المؤشر يوضح أن حجم الاستثمار في كل سهم متساوي في استحواده من الاستثمار الإجمالي.

- الترجيح بالأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح على إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي و ليس الوسط الحسابي، وأخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق.

ونخلص من خلال متابعة مؤشرات حالة السوق إلى أن هناك أساليب ترجيح مختلفة، فمنهم من يعرض المؤشر من خلال الوسط الحسابي (Dow Jones) ومنها من يعرض المؤشر بالأرقام القياسي (S&P) ومنها من يعرضه بواسطة الوسط الهندسي. [15] ص 298-313

## 2.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

تختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعاً لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطاً، وهذا من خلال الفروع الآتية:

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الـ.م.أ؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا.

### 1.2.3.2. مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

- مؤشر دوجونز Dow Jones الصناعي :

يعتبر مؤشر "Dow Jones" أحد أقدم المؤشرات حيث نشر أول مرة في Wall Street في 03 جوان 1884م، و ينتسب إلى مؤسسة "تشارلز دو" [57]ص184. وكان يتضمن 12 سهماً أي 10 أسهم من أسهم مؤسسات السكك الحديدية وسهمين (02) من أسهم المؤسسات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر Dow Jones عشرون سهماً أي 18 من أسهم السكك الحديدية و02 من أسهم شركات الصناعية. [14]ص 256

وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهماً للعينة [16]ص261. ويعتبر مؤشر Dow Jones الصناعي مؤشراً خاصاً بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة موزعة كما يلي:

- ثلاثون شركة صناعية (30 سهم )
- عشرون شركة لنقل (20 سهم )
- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات (15 سهم).

- مؤشر S & P :

انشأ مؤشر S&P بتاريخ 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

- 425 سهم من الشركات الصناعية.
- 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...الخ.
- 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك [14]ص 253. ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر. [71]ص 248

- مؤشر الجمعية الدولية للنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية \* NASDAQ : يتكون من ستة (06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات الستة (06) ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة Wall street. [71]ص 251

### 2.2.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما:

- مؤشر NIKKEI: تم إنشائه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة. [72]ص 123

\* National Association Of Security Dealers Automated Quotation.

- مؤشر TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي. [57]ص185

### 3.2.3.2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:

- مؤشر CAC لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31

- مؤشر CAC 40: ويتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق باريس وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة. [73]p75

### 4.2.3.2. المؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

المؤشران الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية هما:

- مؤشر FTSE 100 Chare index: انشأ بتاريخ 1983/11/30 م [57]ص185، يعد أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لا ترجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه \*EPIS ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية

\*اختصار لمصطلح Electronic price information computer

TOPIC \*\* ، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر.

- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-All – Share : يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثمارتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في اثنان.

### 3.3.2. مؤشرات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية

بعد تعريف المؤشرات وتقديم بعض المؤشرات الشهيرة للبورصات العالمية، نتناول في هذا المطلب المؤشرات التي تهدف لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية كما سنتطرق إلى العوامل التي تضعف هذه الكفاءة من خلال ما يلي:

- مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية
- معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية

### 1.3.3.2. مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

حتى تتمكن من قياس كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من مجموعة من المؤشرات يتم توضيحها فيما يلي:

- حجم السوق؛
- سيولة السوق؛
- درجة التقلبات في العوائد؛
- كفاءة تسعير الأصول المالية؛
- تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

\*\* اختصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer.

- الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

الرسملة السوقية = قيمة الأسهم المدرج في السوق/ الناتج المحلي الإجمالي

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر مواردها. ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسمية البورصة مدى سرعة وإيجابية تطور البورصة.

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، ويرتبط ذلك بارتفاع رأسمال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة. [35]ص264-268

- السيولة: وتحدد عن طريق

- مؤشر قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي

يشير ارتفاع مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، ويعكس هذا المؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

- مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية

يعبر ارتفاع مؤشر قيمة التداول إلى قيمة الرسملة البورصية عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق، ويوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

- مؤشر درجة التذبذب في العوائد

تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة الموالية:

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N}$$

حيث إن:

TV: تمثل درجة التذبذب في العوائد.

$R_m$ : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

$\bar{R}$ : متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N: عدد سنوات مشاهدات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق الأوراق المالية.

- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية

يقصد بكفاءة التسعير أن يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وينبغي أن يتسم توافر المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة المنخفضة، وتنعكس الكفاءة على التخصيص الكفء للموارد، بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل اقتصادي متميز.

كما ترتبط كفاءة التسعير بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة المعاملات.

ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرين المواليين:

- مدى توافر مصادر المعلومات: تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة أوراقها في السوق، وهي سمة من سمات الدول التي توجد بها أسواق

مالية متقدمة. ويجب أن يكون هدف هذه الهيئات هو في كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر في الأوراق المالية، والتي تتمثل على الخصوص في المعلومات والتحليل التي تخص الاقتصاد العالمي والمحلي ومختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وكذا مؤشرات عن ماضي ومستقبل المؤسسات، وذلك حتى يكون أمام المستثمر جميع البيانات والمعلومات لاتخاذ قرار الاستثمار وتزيد بذلك من ثقته في المؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية: تعتبر أسعار الفائدة ومعدلات التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في حركة أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات الاقتصادية إلى وجود علاقات عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلا مرتفعا الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية وذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأوراق المالية، وهي مؤشر عن مدى كفاءة سوق الأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم، فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل، والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضئالة كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فتوجد علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية والاتجاه للاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية، ومن ثم تنسم أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ تغير معدل الفائدة كمتغير مستقل ومؤشر عام للأسعار كمتغير تابع وكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للتغير في معدلات الفائدة.

## - مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

- مدى نشر المعلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية.
- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة.
- توافر قوانين حماية الاستثمار والمستثمر.
- عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال.
- انخفاض درجة المخاطر.

وعليه، فتوفر هذه المؤشرات في سوق الأوراق المالية، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي، دلالة على كفاءة سوق الأوراق المالية.

### 2.3.3.2. معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية

تتأثر كفاءة سوق الأوراق المالية بجملة من العوامل تحول دون تحقيق أهدافها المحددة، ومن بين أهم العوامل التي تضعف كفاءة سوق الأوراق المالية ما يلي:

- الإشاعات: تؤدي الإشاعة إلى معرفة الوضع البسيكولوجي للسوق، لكن عندما تسود السوق إشاعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات غير مرغوبة في أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى وجود أخطاء في التنبؤ تتمثل في الفرق بين السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في السوق، وبالتالي يتسبب في إضعاف كفاءة السوق.

توفر حالة الذعر في السوق: عندما يسود السوق حالة من الذعر بين المتعاملين لأسباب قد تكون مجهولة، يؤدي إلى حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، قد يؤدي إلى حدوث أزمات في سوق الأوراق المالية، وهو ما يؤول في النهاية إلى صعوبة التحكم في آليات التسعير. [35]ص259

- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صوريّة مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية. [65]

- الممارسات غير الأخلاقية: تؤدي الممارسات غير الأخلاقية التي تسود في السوق إلى إضعاف كفاءته، ومن شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين، وعليه قد يكون من المفيد إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة هذه الممارسات والتي من أمثلتها:

- البيع السوري والشراء بغرض الاحتكار.
- تمكن فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة تمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين.
- التلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.
- استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة. [35]ص259
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة. [65]
- ضعف تنظيم السوق: يؤدي عدم تنظيم السوق بشكل جيد إلى إضعاف الكفاءة الاقتصادية المنشودة، ومن أهم العوامل التي تؤدي إلى حدوث اضطرابات في تنظيم السوق ما يلي:
- عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم يخصص سوق الأوراق المالية، والمتمثل خصوصا في تنظيم مهنة الوساطة، ومدى قدرة التشريعات القانونية اللازمة على استيعاب السوق في حاضرها ومستقبلها، وكذا الالتزام بالقرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على السوق قصد تحسين أدائها.
- غياب رقابة الأجهزة المختصة المتمثلة في الجهات الوصية على السوق، والتي يتم إنشاءها بهدف تنظيم تداول الأوراق المالية، ومراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.
- نقص التنوع في الأدوات المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة. [35] ص259
- عدم كفاءة نظام المعلومات

بصفة عامة، فإن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات السائد، وأن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية يتمثل في:

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، و تفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات

- وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذ تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.
- عدم الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية. [65]

## خلاصة الفصل:

بعد دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها نستخلص أن السوق الكفو هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليلا جدا.

وانطلاقا من هذا المفهوم، فإن هناك نوعين من الكفاءة، النوع الأول يتمثل في الكفاءة الكاملة القائمة على فرض عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية و لكن هذه الفرضية لا تتحقق في الواقع العملي، والنوع الثاني يتمثل في الكفاءة الاقتصادية التي تعترف بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل القيمة الاسمية تختلف عن القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل.

وتتحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بتوافر سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير والتي يقصد بها أن المعلومات المتاحة هي بمثابة انعكاس لأسعار الأوراق المالية، وكفاءة التشغيل التي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

وكفاءة السوق تتباين وفقا لمعلومات السوق حيث تظهر ثلاثة صيغ رئيسية لكفاءة سوق الأوراق المالية وهي صيغة الفرض الضعيف لكفاءة السوق، التي تؤكد أن أسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن الأسعار في الماضي، أي أن تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى بالنسبة للمستثمر، باعتبار أن الأسعار تتحرك في صورة عشوائية، والصيغة الثانية هي صيغة الفرض متوسط القوة لكفاءة السوق، والتي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات ومستويات الانتماء في الاقتصاد، بينما الصيغة الثالثة تمثل في صيغة الفرض القوى لكفاءة السوق، وفيه تكون أسعار الأوراق المالية بمثابة انعكاس لكل المعلومات العامة والخاصة.

ولقياس درجة تطور الأسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا فهي تقدم تصورا تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والأطراف المهتمة به، ومن أمثلة المؤشرات البورصية الدولية هناك مؤشرات "Dow Jones" الصناعي ومؤشر "S & P" في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر "NIKKEI" ومؤشر "TOPIX" في اليابان ومؤشر "CAC" في فرنسا، أما في سوق المالية البريطاني فيتم استخدام مؤشر "FTSE 100".

ويتم قياس كفاءة سوق الأوراق المالية بالعديد من المؤشرات، والتي من بينها مؤشر حجم سوق الأوراق المالية ومؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة ومؤشر سيولة السوق ومؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي ومؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية الذي يعتمد على توافر مصادر المعلومات ومدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية.

وهناك جملة من العوامل التي تضعف كفاءة السوق، والتي من أهمها الإشاعات وتوفر حالة الذعر في السوق، الممارسات غير الأخلاقية، ضعف تنظيم السوق وعدم كفاءة نظام المعلومات مما يؤكد أن تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية يتطلب توافر جملة من المتطلبات منها كفاءة نظام المعلومات، وسنتناول في الفصل الموالي أحد مصادر المعلومات في سوق الأوراق المالية وما دوره في تحسين كفاءة هذه السوق وهو الإفصاح بالقوائم المالية.

### الفصل 3

#### الإفصاح بالقوائم المالية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي تستطيع أسواق الأوراق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، وواحدة من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة لسوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات يضمن تدفق المعلومات في كل الأوقات وبأقل تكلفة ممكنة.

لذا تحتاج أسواق الأوراق المالية إلى توافر نظام معلومات جيد يمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة وبالسعر المناسب، ويؤيد هذا الرأي العديد من الباحثين عندما يؤكدون بأن المعلومات الداخلية تعتبر أحد المقومات الرئيسية للمستثمر عند اتخاذ قراره، والأساس الذي سيبني عليه كافة قراراته الاستثمارية في السوق.

وتعتبر المعلومات الواردة في القوائم المالية من أهم المعلومات التي يجب أن توفرها سوق الأوراق المالية، فالأسواق العالمية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حتى أنها أصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة (قوائم مالية ربع سنوية على سبيل المثال).

بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي للقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية، مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المالية. ولتوضيح ما سبق سنتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

- التحليل المالي للقوائم المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية؛
- الإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية؛
- الإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة التسعير وكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية؛
- الإفصاح بالقوائم المالية ورشادة المستثمر وكفاءة التشغيل في سوق الأوراق المالية.

### 3.1. التحليل المالي للقوائم المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية

تتضمن القوائم المالية كما كبيرا من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترات المالية السابقة والفترة المالية الحالية، لذلك لا يكفي إعداد هذه القوائم، وإنما يجب تحليلها باستخدام الأساليب والأدوات المناسبة لتحويل تلك البيانات إلى معلومات مفيدة عن أداء المؤسسة في الماضي، إضافة إلى التنبؤ بمستقبلها.

ويعتبر التحليل المالي للقوائم المالية أداة لتفسير هذه القوائم ومعرفة العلاقة بين مضمونها ومدلولات الأرقام الواردة فيها و العلاقات بينها، ويوفر التحليل المالي من خلال مجموعة من المعايير والأدوات معلومات تساعد في تقدير قيمة المؤسسة وتقييم مركزها المالي ومدى فعالية نشاطاتها المختلفة وكفاءتها، بهدف ترشيد قرارات المستثمرين التي بدورها تساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تحقيق القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة فيها. ومن خلال ما سبق سنتطرق في هذا المبحث للفروع المالية:

- التحليل المالي للقوائم المالية تعريفه وأهدافه؛
- التحليل المالي للقوائم المالية مداخله وأدواته؛
- العلاقة بين التحليل المالي للقوائم المالية و كفاءة سوق الأوراق المالية.

#### 1.1.3. التحليل المالي للقوائم المالية تعريفه و أهدافه

ترتبط الأوراق المالية – سيما الأسهم – بالمؤسسة المصدرة لها بعلاقة وطيدة ذات دلالة اقتصادية إذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة في المؤسسة المصدرة لها، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيته وتوازن مركزها المالي، لذا سنتطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- تعريف التحليل المالي و معاييرهِ؛
- أهداف التحليل المالية.

### 1.1.1.3. تعريف التحليل المالي ومعايير

سنتناول في هذا الفرع التحليل المالي من خلال تعريفه و تحديد المعايير التي يقوم عليها، فيما يلي:

#### - تعريف التحليل المالي

يعرف التحليل المالي بأنه عملية تفسير القوائم المالية المنشورة وفهمها لأجل اتخاذ قرارات مستقبلية، وهو في جوهره لا يخرج عن الدراسة التفصيلية للبيانات المالية والارتباط فيما بينها، وإثارة الأسئلة حول مدلولاتها في محاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه البيانات بالكيفية التي هي عليها، مما يساعد على اكتشاف نقاط القوة والضعف في السياسات المالية المختلفة التي على المؤسسة إظهارها. [74] ص 21

كما يعرف التحليل المالي بأنه: تحديد مستويات العائد والمخاطرة المتوقعة للأصول المالية منفردة أو في صورة مجموعات، ويمكن اعتبار التحليل المالي على أنه النشاط الذي يزود عملية إدارة المحافظ بالمدخلات اللازمة. [60] ص 196

كما يعرف أيضا بأنه: عملية تقدير شخصي للقوائم بالتحليل من خلال تقييم الوضع المالي الماضي والحاضر لمؤسسة معينة ونتائج عملياتها، بهدف التوصل إلى أفضل تقديرات وتنبؤات ممكنة عن أداء المؤسسة وأحوالها في المستقبل. [75] ص 23

#### - معايير التحليل المالي:

المعيار هو مقياس كمي للمقارنة وللحكم على مدى مناسبة النتائج أو عدم مناسبتها. واختيار المعيار المناسب لا يقل أهمية في عملية اتخاذ القرار عن أهمية اختيار الأداة التحليلية الملائمة. وتوجد عدة معايير للتحليل المالي نذكر منها:

- معايير تاريخية: تسمى أيضا معايير الاتجاه، حيث يتم الاعتماد على الأداء التاريخي للمؤسسة في تقييم أدائها الماضي والحالي، إضافة إلى إمكانية التوقع المستقبلي.

ب- معايير قطاعية: وتسمى أيضا معايير الصناعة، وهي من أكثر المعايير استخداما، وهي عبارة عن متوسط النسبة المطلوبة من بيانات مجموعة كبيرة من المؤسسات التي تعمل في قطاع واحد في فترة زمنية معينة. يساعد هذا المعيار في مقارنة وضع المؤسسة بالنسبة لمعدل القطاع الذي تعمل به. [58]

### 2.1.1.3. أهداف التحليل المالي:

- وسنركز في بحثنا على أهمية التحليل المالي بالنسبة للمستثمرين في أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية حيث يهتم المستثمرون بالتحليل المالي لتحقيق الأغراض التالية:
- قدرة المؤسسة على توليد الأرباح في المستقبل وذلك من خلال احتساب القوة الإيرادية للمؤسسة. [76]p24
  - معرفة درجة السيولة لدى المؤسسة وقدرتها على توفيرها لحمايتها من الوقوع في العسر المالي.
  - تمكين المستثمرين من اكتشاف فرص استثمار مناسبة تتلاءم مع رغباتهم. [77]

### 2.1.3. التحليل المالي للقوائم المالية مداخله و أدواته

- أدوات التحليل المتاحة للمحلل المالي متعددة، ولا توجد أداة تحليلية معينة يمكن وصفها بأنها صالحة لجميع أغراض التحليل، ولكن يتم اختيار أداة التحليل الملائمة حسب الغرض من التحليل، ولتوضيح ذلك سنتناول في هذا المطلب الفروع التالية
- مداخل التحليل المالي للقوائم المالية؛
  - أدوات التحليل المالي للقوائم المالية.

### 1.2.1.3. مداخل التحليل المالي للقوائم المالية:

يمكن تحليل القوائم المالية من ثلاث مداخل هي:

- تحليل الاستثمار

- يعتمد هذا المدخل من مداخل التحليل المالي فئة المستثمرين ممثلة بالمساهمين الحاليين والمرتبين والذين يهتمهم الحصول على معلومات حول الموضوعات التالية:
- القوة الإيرادية للمؤسسة حاليًا ومستقبلًا .
  - فرض استمرارية المؤسسة ومعدلات النمو المتوقعة فيها.
  - مدى كفاءة إدارة المؤسسة في رسم سياستها التمويلية، ومن ثم مدى كفاءتها في استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة للمؤسسة وهي المتعلقة بإدارة أصولها وطريقة استثمارها.
  - مؤشرات عن المخاطرة التي تحيط باستثماراتهم في المؤسسة فيما لو تعرضت للتصفية أو الإفلاس.

## - تحليل الائتمان

و يعتمد هذا المدخل الدائنون في الأجل القصير وفي الأجل الطويل، وذلك بقصد الحصول على معلومات حول:

- القدرة على سداد أصل الدين وتسديد فوائده عند استحقاقها.
- سياسات التمويل المتبعة وآثارها على هيكل رأس مال المؤسسة.
- مدى المخاطرة التي تحيط بديونهم لدى المؤسسة والمرتبطة بأولوية المقرض في الحصول على حقوقه فيما لو تعرضت المؤسسة للتصفية أو الإفلاس.

## - تحليل الأداء

تحليل الأداء يعتبر هام لإدارة المؤسسة لأغراض الرقابة والتخطيط وتقييم الأداء، ومع أن القوائم المالية المناسبة لأغراض تحليل الأداء لا تتوفر جميعها في القوائم المالية المدققة، كما سبقت الإشارة لذلك، بل غالبًا ما تتوفر تلك البيانات في سجلات محاسبة التكاليف أو المحاسبة الإدارية، إلا أنه يمكن للإدارة الحصول على مؤشرات عامة من القوائم المالية المدققة مثل:

- مؤشرات عامة عن النشاط حول الربحية، وسياساتها في التمويل والاستثمار.
- مؤشرات خاصة لتقييم أداء بعض الإدارات، مثل:
  - معدل دوران المدينين، معدل دوران الاستثمارات، معدل دوران المخزون.
  - معدل دوران رأس المال العامل. [78]

### 2.2.1.3. أدوات التحليل المالي للقوائم المالية

تتعدد أساليب التحليل المالي للقوائم المالية، وذلك تبعًا للغرض من عملية التحليل، ويمكن عرض أدوات التحليل المالي فيما يلي:

- التحليل العمودي والتحليل الأفقي للقوائم المالية
- النسب المالية

#### - القوائم المالية المقارنة

تتم عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات الميزانيات لعدة سنوات، ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من عام لآخر وعبر سنوات، ويبيّن تحليل القوائم المالية التباينات في هيكل وتوزيع بنود القوائم المالية، وهي أمور يجب بحثها وفهم أسبابها، كما يساعد

التحليل العمودي للقوائم المالية في التعرف على النسبة التي يمثلها بند معين إلى إجمالي الأصول أو إجمالي الخصوم، ويركز التحليل الهيكلي للميزانية على جانبين هامين هما: [34]ص 87- 89

- مصادر الأموال بالنسبة للمؤسسة وكيفية توزيع هذه المصادر بين الخصوم المتداولة والخصوم طويلة الأجل والأموال الخاصة.

- استخدامات الأموال التي يتم الحصول عليها من كافة المصادر، وبالتالي التعرف على مزيج الأصول التي اختارت المؤسسة أداء عملياتها عن طريقه.

وتجدر الإشارة إلى أنه ينبغي على المحلل عند استخدام القوائم المالية أن يراعي المعايير والأسس المحاسبية التي وضعت على أساسها هذه القوائم.

- التحليل العمودي للقوائم المالية: يقوم هذا التحليل على التعرف على التركيب الداخلي للقوائم المالية، بحيث يساعد في إجراء المقارنات مع المؤسسات المماثلة ضمن نفس الصناعة، كما يمكن المقارنة بين المؤسسات على مختلف إجمامها. وللقيام بالتحليل العمودي نقوم بما يلي لكل قائمة من القوائم المالية:

- التحليل العمودي للميزانية العامة: ويسمى أيضا بالتوزيع النسبي لبنود الميزانية، ويتم تحليل القائمة المالية تحليلا عموديا من خلال تحديد نسبة كل عنصر إلى مجموع القائمة لتحديد النسبة المئوية أو الأهمية النسبية لهذا العنصر، ومن الأمثلة على ذلك:

- النسبة المئوية للذمم المدينة إلى إجمالي الموجودات.

- النسبة المئوية للنقدية إلى إجمالي الموجودات.

ويمكن إجراء ذلك لباقي عناصر قائمة المركز المالي، ويستدل من هذا التحليل على كيفية توزيع

الموجودات أو ما يسمى هيكل المركز المالي للمؤسسة.

- التحليل العمودي لقائمة الدخل: يمكن إجراء التحليل العمودي لبنود قائمة الدخل بالحصول على الوزن النسبي لكل عنصر مقارنة بالمبيعات.

- التحليل العمودي لقائمة التدفقات النقدية: يمكن إجراء التحليل العمودي لبنود قائمة التدفقات النقدية، فيمكن الحصول على الوزن النسبي لكل عنصر بمقارنته بالنقد المحصل.

- التحليل الأفقي (تحليل الاتجاهات): يهتم التحليل الأفقي بدراسة التغيرات التي تحدث في بنود القوائم

المالية من فترة مالية إلى فترة مالية أخرى، كما ويمكن أن يظهر هذا التحليل مبالغ ونسب هذه التغيرات .

ويمكن إجراء هذا النوع من التحليل لمختلف بنود القوائم المالية. ولإجراء التحليل الأفقي لابد من توفر

مجموعة من القوائم المالية المقارنة لفترة زمنية معينة هي فترة الدراسة أو التحليل، حتى يمكن قياس مبالغ ونسب التغيرات ثم التوصل إلى نتيجة من تحليل تلك التغيرات [58].

فالمحلل لأغراض الاستثمار لا يقتصر اهتمامه على معرفة مستوى الأرباح، وإنما يهتم أيضا بمدى الاستقرار فيها و اتجاهها، وهذه الصفات النوعية للأرباح يمكن استخلاصها من تفحص السلاسل الزمنية، بينما لا يكشف التحليل العمودي عن مثل هذه المعلومات، فمثلا الربح في سنة معينة - بغض النظر عن حجمه- لا يعطي دلالة ذات معنى حول مدى التحسن أو التراجع في الربحية، ومن أجل الحكم على مدى التذبذب في الأرباح و اتجاهها يحتاج المحلل إلى معرفة أرباح المؤسسة محل الدراسة لثلاث إلى خمس سنوات على الأقل. [79] ص 34-35

أي تزداد الفائدة من التحليل الأفقي كلما طالت الفترة الزمنية التي يتم فيها التحليل، حيث تزداد واقعية التغيرات وموضوعيتها. ويتضمن التحليل الأفقي صياغة كل عنصر من عناصر القائمة المالية المطلوب تحليلها أفقياً بشكل نسبة مئوية من قيمة العنصر نفسه في سنة الأساس، ويفضل أن يتم اختيار سنة الأساس بحيث يكون فيها النشاط التشغيلي للشركة جيد إذ لا يجوز أن يكون الأداء ضعيفا في سنة الأساس.

ويساهم التحليل الأفقي في إلقاء الضوء على التطور التاريخي لأداء المؤسسة وفهم وتفسير الاتجاهات خلال الفترة المالية لمختلف عناصر القوائم المالية ومدى التغير في الأهمية النسبية لبنود القوائم المالية. ومن خلال التفسير الصحيح للاتجاهات التي اتخذتها البنود المالية للمؤسسة، يمكن تحديد جوانب القوة والضعف، وبالتالي وضع الاقتراحات للحلول المناسبة. [58]

#### - تحليل النسب المالية

تعبر النسبة عن العلاقة بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية، وبشكل عام يمكن أن ننسب أي رقم في القوائم المالية إلى رقم آخر للوصول إلى دلالة ذات معنى و عادة ما يعبر عنها كنسبة أو بعدد المرات [79] ص 40، وذلك إجراء مقارنات بين المؤسسات، أو إجراء مقارنات لتقييم أداء المؤسسة عبر مجموعة من السنوات. وتوجد عدة أنواع للنسب المالية منها: نسبة السيولة؛ نسب المديونية؛ ونسبة الربحية.... [80]

والهدف من النسبة المالية هو إيجاد العلاقة بين بندين من بنود القوائم المالية، في لحظة زمنية معينة أو خلال فترة زمنية، كما أن أهمية النسب تكمن في التغير الذي يحصل في مستوياتها عبر الزمن

وليس المهم في قيمة هذه النسب بحد ذاتها، لذلك فعند تحليلنا للنسب المالية نقوم بدراسة سلوكها عبر الزمن ومعرفة أسباب التغير في مستواها. [58]

ويعتبر تحليل النسب المالية أكثر الأدوات شهرة وأكثرها استخداما حيث تعبر عن علاقة بين عنصرين، لذلك فإن تطوير النسب المالية بأسلوب علمي بالاعتماد على توضيح العلاقة بين هذه النسب وتركيزها في منظور واحد متكامل، يتضمن تغطية تقييم كافة أوجه نشاط المؤسسة. وتساعد النسب المالية في الحكم على المجالات الآتية:

- معرفة سيولة المؤسسة ومدى كفايتها لمواجهة التزاماتها.
- معرفة مقدار المصروفات مقارنة بالإيرادات من المبيعات المعقولة.
- تحديد مستوى أرباح المؤسسة.
- تحديد مدى إمكانية استخدام التمويل بالقروض أو الأسهم. [81] ص 236.

وتتميز النسب المالية بكونها تمكن المحلل المالي من التغلب على ما يسمى بمشكلة الحجم في الأدب المحاسبي، وتنشأ مشكلة الحجم عند المقارنة المالية لمؤسسات يوجد بينها تباين كبير في الأحجام، وتجاهل مشكلة الحجم يؤدي إلى استنتاجات مضللة في بعض جوانب التحليل، لأن الكثير من الأرقام المحاسبية والمؤشرات المالية للمؤسسات متباينة الأحجام غير قابلة للمقارنة. [79] ص 41

- إذن النسب المالية ليست غاية في حد ذاتها، بل يجب أن يمكننا التحليل الدقيق للنسب المالية المختلفة من الحصول على إجابات تتعلق بالاستفسارات التالية :
- هل تستطيع المؤسسة الوفاء بالتزاماتها عند استحقاقها ؟
  - هل يعتبر حجم مبيعات المؤسسة مقبول بالمقارنة مع حجم مبيعاتها ؟
  - هل تحقق المؤسسة عائد جيد على الموجودات المستثمرة بها ؟
  - هل تعتبر فترة تحصيل المؤسسة لديونها مقبولة بالمقارنة مع مثيلاتها في الصناعة ؟
  - ما هي درجة كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها بالمقارنة مع المنافسين ؟. [58]

### 3.1.3. علاقة التحليل المالي بكفاءة سوق الأوراق المالية

يساعد التحليل المالي للقوائم المالية للمؤسسات المدرجة بسوق الأوراق المالية في تحسين كفاءة هذه السوق من خلال تحقيق هدفين هما:

- تحديد خصائص الأسهم
- محاولة التعرف على الأسهم ذات الخلل سعري

### 1.3.1.3. تحديد خصائص الأسهم:

طبقا لنظرية المحافظ الحديثة فان المحلل المالي يرغب في تقدير معاملات  $\beta$  للسهم في المستقبل بالإضافة إلى الخطر الخاص بالسهم بسبب أهميتها في تحديد خطر المحفظة، وكذلك يرغب في تقدير عائد التوزيعات خلال العام القادم لتحديد مدى مناسبتها للمحافظ المالية التي تعتبر عوائد التوزيعات فيها ذات أهمية (بسبب وجود قيود قانونية مثلا)، وعن طريق التحليل المتعمق لأموال مثل سياسة التوزيعات في المؤسسة مصدره السهم، التدفقات النقدية المستقبلية ... يمكن التوصل إلى تقدير أدق وأفضل من مجرد الاعتماد على عائد التوزيعات في العام الماضي وافترض استمرارها على نفس المنوال.

[82]ص197

### 2.3.1.3. محاولة التعرف على الأسهم ذات الخلل السعري

يتم التعرف على هذه الأسهم باستخدام التحليل الأساسي، و يستند هذا التحليل على البحث عن ذلك السهم الذي تكون فيه تقديرات المحلل لإيرادات المؤسسة في المستقبل و توزيعاتها إما:

- مختلفة بدرجة كبيرة عن التقديرات التي جرى عليها الإجماع (أو المتوسط).
- تعتبر أكثر قربا من القيم الحقيقية من تلك التقديرات التي جرى عليها الإجماع.
- لا تنعكس حاليا في سعر السهم السوقي، ولكنها ستنعكس بالضرورة- في وقت لاحق.

و يمكن التعرف على هذه الأسهم من خلال مدخلين:

- المدخل الأول: وفيه تستخدم عملية التقييم وذلك عن طريق محاولة تحديد قيمة محورية أو قيمة حقيقية للسهم، وبعد هذا التحديد يتم المقارنة القيمة المحورية بسعر السهم السوقي، فإذا كان سعر السوق مرتفعا بدرجة كبيرة عن القيمة المحورية يقال أن سعر السهم مغالي فيه، أما إذا كان سعر السهم السوقي أقل كثيرا من القيمة المحورية يقال أن سعر السهم قاصرا.

ويتم تحديد القيمة المحورية بالتنبؤ بجميع العناصر الرئيسية التي تؤثر على عوائد السهم منها على سبيل المثال: مبيعات الصناعة أو القطاع؛ مبيعات المؤسسة ومصاريفها؛ معدلات الرسمة.

[82]ص198

- المدخل الثاني: وفيه يقوم المحلل المالي بتقدير متغير واحد أو متغيرين ومقارنة هذه التقديرات بالتقديرات المتفق عليها بالإجماع، فعلى سبيل المثال يتم تقدير إيرادات السهم للعام القادم، فإذا كان تقدير المحلل المالي يزيد كثيرا على تقدير الإجماع الذي توصل إليه المحللون الآخرون يتوقع أن

إيرادات السهم الحقيقية ستكون معلومة سارة للسوق عند إعلانها، وعندئذ فان سعر السهم سيرتفع محققا عائد اكبر من العائد العادي.

وعلى العكس من ذلك، إذا كانت توقعات المحلل المالي لإيرادات السهم اقل كثيرا من توقعات الآخرين، فان المحلل المالي سيتوقع مفاجأة غير سارة للسوق، وهنا فإن الانخفاض الناجم في سعر السهم سيؤدي إلى تحقيق عائد أقل من العائد العادي. [82]ص199

إن يكمن دور التحليل المالي للقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال التوصل إلى معرفة خصائص الأسهم محلى الدراسة والتحليل والتعرف على ذات الخلل منها بغية ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية. كما يساهم التحليل المالي للقوائم المالية في تحقيق القيمة العادلة للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما يساهم التحليل المالي للقوائم المالية في الوصول للقيمة العادلة للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

وتعرف القيمة العادلة أنها : المبلغ الذي يمكن به مبادلة أصل أو تسوية بين أطراف مطلعة وراغبة في التنفيذ على أساس تجاري من خلال عملية تبادل حقيقي[83]، كما تعرف القيمة العادلة أو القيمة الحقيقية للسهم بأنها : عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية. [9]ص79

وهي القيمة التي تبررها الحقائق مثل الأصول التي تمتلكها المؤسسة والأرباح التي تحققها ومعدلات النمو تلك الأرباح، أي أن القيمة العادلة هي القيمة الناتجة عن تفاعل هذه العوامل مع بعضها البعض، وهذه في الواقع عبارة عن القيمة الحالية لتلك التدفقات النقدية المرتبطة بالورقة المالية بعد خصم تلك التدفقات بمعدل خصم مناسب.

وتعتبر القيمة العادلة أهم مفهوم استثماري تأسست عليه فكرة تحليل الاستثمارات، حتى يمكن الحكم على أي سعر للأوراق المالية لأي مؤسسة سواء إذا كان مرتفعا أو منخفضا أو عادلا، وبالتالي التوصل إلى تمييز السوق الكفاء.

إن محاولة إيجاد القيمة العادلة للسهم هي محاولة إيجاد ماذا يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية[46]ص28-29، ومن ايجابيات القيمة العادلة أنها تقدم رؤية أكثر دقة حول الوضعية الحقيقية لسوق الأوراق المالية وتعتبر القيمة العادلة شريك مهم في تنظيم سوق الأوراق المالية، لان نشاط التداخل له تأثير مباشر على قرارات المؤسسات، إضافة إلى انه عندما يعتبر المستثمرين

المعلومات المقدمة في القوائم المالية بأنها نافعة وملائمة وتعزز الثقة التي تعتبر عنصر مهم لتنظيم سوق الأوراق المالية. [84]

### 2.3. الإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية لا يمكنها القيام بالتخصيص الأمثل للاستثمارات المالية إلا إذا كانت الأسعار السوقية فيها تتحرك بشكل عشوائي، والتحرك العشوائي لا يمكن أن يتم إلا إذا كانت الأسعار السوقية قريبة أو متطابقة مع القيمة الحقيقية، وهذا القرب أو التطابق لا يمكن بلوغه إلا إذا كانت المعلومات المتاحة على مستوى معين من الملائمة، وفي نفس الوقت على قدر متساو من التفسير والفهم الصحيح لدى المستثمرين، وكل ذلك لا يعني شيء إذا لم يتخذ المستثمر قرار البيع أو الشراء في الوقت المناسب وبسرعة عالية، وحينها لا بد للأسعار السوقية أن تكون معبرة عن القيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي لا بد للمستثمر أن يكون حرا في اختيار الورقة المالية التي يريدونها دون وجود ادني ضغوط عليه من جراء رغبته بتحقيق أرباح غير عادية أو خوفه من تحمل خسائر غير عادية، والتي قد تتحقق له أو تترتب عليه من هذا القطاع أو المؤسسة نتيجة لاستغلاله أو عدم معرفته بالمعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة في سوق الأوراق المالية وعندها لا يكون أسير ورقة مالية دون أخرى ويتحقق التوزيع الأمثل للموارد مما يساعد على نمو الفرص الاستثمارية وتطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن في جميع أنشطته دون التركيز على عدد محدود من الأنشطة الأمر الذي ينعكس إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي [9] ص 208، ولتوضيح دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة تخصيص الاستثمارات سنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- تأثير القوائم المالية على كفاءة تخصيص الاستثمارات.

#### 1.2.3. أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

ما يميز الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن غيره من الاستثمارات يتمثل في العديد من العوامل و التي منها:

- ارتفاع معدل العائد لاحتوائه على توزيعات الأرباح السنوية (الأرباح التشغيلية) وفروقات أسعار البيع والشراء (الأرباح الرأسمالية).
- توفير عنصر السيولة وذلك من خلال توفير فرص البيع والشراء ودون خسارة. [9] ص 42 وستناول في هذا المطلب أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع التركيز على الأسهم العادية لأنها أكثر ارتباطا بالأداء المالي للمؤسسة من خلال ما يلي:

### 1.1.2.3. مفهوم الاستثمار المالي

يعرف الاستثمار المالي بأنه التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية، ويرتبط الاستثمار ببعدين أساسيين وهما الزمن والخطر، فالتضحية تأخذ مكانها في الحاضر وهي غير مؤكدة، أما العائد فيأتي في المستقبل وهو غير مؤكد [82]ص2، وهو عبارة عن التضحية الحالية على أمل القبض مستقبلاً. [76]p290

ويعرف أيضا بأنه: حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) وأدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة معينة. [85]ص 20

وهناك من يعرف الاستثمار المالي بأنه: مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول، يتمثل غالبا في صورة أرباح إيرادية هي توزيعات السهم أو كوبون السند. [86]ص 29

والاستثمار بمعنى توظيف النقود في الأوراق المالية يقصد به شراء أوراق مالية كاحتياطي وقائي للسيولة، أو متطلبات توظيف الأموال المتاحة في أصول سهلة التحويل إلى نقدية، فالاستثمار هنا يحوي شراء سندات أو أسهم ممتازة والتي تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها قليلة نسبيا، كما قد تحوي شراء الأسهم العادية والتي قد تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة كبيرة نسبيا. [9]ص 31

كما يعرف الاستثمار في الأوراق المالية بأنه: تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية، تعطى حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة. [48]ص 79

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الفرق بين الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي يكمن في أن الاستثمار الحقيقي يتضمن أصولا مادية ملموسة مثل الأراضي والآلات والمعدات، أما الاستثمار المالي يتضمن عقودا مالية في شكل قطع ورقية كالأسهم و السندات. [82]ص2

كما يتعين التمييز هنا بين اصطلاح الاستثمار واصطلاح المضاربة، فالمضاربة عادة ما تكون لوقت قصير وتركز على المكاسب الرأسمالية، بينما الاستثمار قد يمتد إلى سنوات ويركز على توزيع الأرباح السنوية. [46]ص2

### 2.1.2.3. مفهوم القرار الاستثماري

يعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات التي يتخذها الفرد والإدارة في المؤسسة، وذلك لما يترتب عليه من التزامات مالية كبيرة طويلة الأجل نسبياً، بالإضافة إلى انه إذا شابها بعض الخطأ يصعب التراجع عنها دون تحمل أية خسائر، ومن هنا فانه يمكن القول بان نجاح أو بقاء الأفراد والمؤسسات في عالم الأعمال يعتمد بشكل أساسي على مدى نجاح قرارات الاستثمار التي يتخذها في الماضي والحاضر، ولذلك فانه لابد من توخي الدقة والحذر عند اتخاذ قرار الاستثمار وإناطة مسؤولية إصداره بأعلى المستويات الإدارية في الهيكل التنظيمي.

وهنا تكمن أهمية مراعاة مبدأ تنويع الاستثمارات والابتعاد ما أمكن عن تجميعها أو تركيزها في قطاع اقتصادي معين أو مؤسسة محددة، لما في ذلك من حماية للمستثمر والحرص على أمواله من مخاطر التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة. [9]ص37

يعرف القرار الاستثماري من منظور مالي على أنه: كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأدوات المالية.

والأصل أن قرار الاستثمار المالي يتطلب وجود ارتباط مع القرارات المالية للمستثمرين الآخرين، والذي لن يقوم بعملية استثمار الأموال التي بحوزته إلا بوجود أمل في الحصول على عوائد مستقبلية، مما يشير إلى أن عملية المفاضلة تنصرف إلى المستقبل الذي يحتوي على عنصر عدم التأكد، هذا الأخير مرتبط

بعنصر الزمن وعنصر المخاطرة، إضافة إلى أن كل قرار مالي له خصائص تميزه عن غيره من القرارات. 562-563p [87]

وحتى يتخذ القرار الاستثماري بشكل عقلاني وبعيدا عن الارتجال فانه لابد من مراعاة الأسس الموضوعية التالية:

- العائد المتوقع: بداية لابد من الإقرار بان المستثمر الرشيد هو الشخص الذي يسعى باستمرار إلى تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة. لان الهدف من تضحيته ب جزء من استهلاكه الحالي هو تطلعه للحصول على استهلاك اكبر في المستقبل وليس فقده. ولمساعدته في التمييز أو الاختيار من بين كم الاستثمارات المتاحة أمامه لابد من الاعتماد على بعض المفاهيم الحاكمة لقرار الاستثمار والقابلة للقياس أو التقييم لاتخاذها أسس للحكم واتخاذ القرار الاستثماري، ومن أهم هذه المفاهيم العائد المتوقع

على الاستثمار، والذي يتم التوصل إليه إذا كان الاستثمار قائم من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي تحققت في الماضي، وأما إذا كان الاستثمار جديداً فإنه سوف يتم حساب العائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال حصولها على أرض الواقع في المستقبل.

- المخاطر المحتملة: في المقام الثاني تأتي المخاطرة المحتملة والتي هي عبارة عن التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة المحسوبة، ويمكن أن يعبر عنها كميًا بجذر التباين أو الانحراف المعياري للعوائد الفعلية و المتوقعة. ولأن التوصل لقيمة العائد المتوقع و المخاطرة المحتملة لا يكفي وحده للمفاضلة بين الاستثمارات موضع الدراسة واختيار الأنسب منها فإنه لا بد من إضافة عامل ثالث يجمع بين العامل الأول والثاني، اتفق المتخصصون في التمويل على تسميته بمعامل الاختلاف النسبي، والذي على أساسه نستطيع التمييز وبرقم واحد بين مشروع استثماري وآخر، وذلك من خلال ترتيبها حسب أولوية تمييزها النسبي، وحينها يكون المشروع الأفضل هو المشروع الذي يحقق أقل معامل اختلاف نسبي ويتم التوصل لهذا المعامل من خلال قسمة المخاطرة المحتملة على العائد المتوقع لكل بديل استثماري. [9]ص37.

- العائد المطلوب: كون الوصول إلى الاستثمار الأفضل من خلال معامل الاختلاف النسبي من بين الاستثمارات المختلفة موضع الدراسة لا يعني بالضرورة أن المستثمر سوف يقبل الدخول في هذا الاستثمار أو غيره دون العودة إلى معيار مرجعي آخر للقياس، معدل العائد الخالي من الخطر والذي هو عبارة عن المعدل المؤكد الحصول عليه – لا يحتمل أي درجة من عدم التأكد – وبديل المخاطرة الذي هو عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمناً للمخاطر المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا أو ذلك الاستثمار وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية بالاستهلاك الحالي، وبذلك يكون العائد المطلوب هو عبارة عن حاصل جمع العائد الخالي من الخطر وبديل المخاطرة المنتظمة.

وفي مجال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية توجد نماذج حديثة ظهرت في الفكر المالي المعاصر للمساعدة في عملية المفاضلة بين الاستثمارات المالية المختلفة، والتي من أشهرها نموذج تسعير الأصول المالية [9]ص39، والذي يدرس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل "β" مقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة .

### 3.1.2.3. إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية:

يطلق على الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية مسمى الإستراتيجية الساكنة أو السلبية، ذلك أن الاعتقاد بكفاءة السوق تعني الاقتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية بمعنى أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم، وعليه فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، فالأرباح غير العادية في السوق الكفو لا تتحقق إلا بالصدفة، وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية، كذلك يتوقع أن يكون عائد المحفظة -في ظل هذه الإستراتيجية- في حدود عائد السوق، بعبارة أخرى يسود الاعتقاد لدى مؤيدي تلك الإستراتيجية انه لا يمكن لأي إستراتيجية نشطة -تقوم على التحليل وإعادة التقييم المستمر لمكونات المحفظة وإحداث تعديلات فيها- أن تحقق عائد معدلا بالمخاطر يفوق العائد الإضافي المتولد. وهكذا تحمل الإستراتيجية الساكنة في طياتها تكلفة اقل للمعاملات وحد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة. [16] ص 416

أما فيما يخص أثر كفاءة السوق على الاستثمار: فيمكن التمييز بين نوعين من المستثمرين:

- المستثمر الكسول Passive Investment Manager: وهو مقتنع أن السوق فعال ومهما قام بالتحليل لا يستطيع أن يحقق عائد غير مبرر ويرجع السبب في ذلك إلى أن السوق فعال حسب قناعته، وهذا يعني أن الأسواق عادلة بحيث يحقق المستثمر عائد يعوضه فقط عن المخاطر، وإستراتيجية هذا المستثمر هي: تكوين محفظة والاحتفاظ بها لفترة طويلة، وتمتاز هذه الإستراتيجية بانخفاض التكلفة، وذلك نتيجة لعدم البحث عن أوراق مالية أسعارها غير حقيقية فينخفض حجم التداول.

- المستثمر النشط Active Investment Manager: وهذا المستثمر مقتنع بأن السوق غير فعال أو على الأقل غير فعال على بعض القطاعات وهذا المستثمر يقوم بتكريس البحث عن أسهم غير مسعرة بشكل صحيح والسعر غير الحقيقي لا يستمر لفترة طويلة ولذلك فهو يكون نشيط التداول بيغاً وشراء لفترة قصيرة لتحقيق عائد غير مبرر. ولكن هل إستراتيجية المستثمر النشط تستحق الجهد المبذول فإذا كان العائد غير المبرر يفوق تكاليف الإستراتيجية فإنها تستحق الجهد المبذول، وأما إذا كان العكس فلا داعي لإتباع مثل هذه الإستراتيجية [88].

### 2.2.3. تأثير القوائم المالية على كفاءة تخصيص الاستثمارات

تلعب المعلومات دورا هاما عند اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية شريطة أن تكون تلك المعلومات دقيقة ونافعة، وهو ما يطلبه القانون وما تطلبه القواعد واللوائح المنظمة لسوق الأوراق

المالية، ويمكن لمعلومات القوائم المالية المفصح عنها من طرف المؤسسة في سوق الأوراق المالية أن تؤثر على كفاءة تخصيص الاستثمارات من خلال تأثيرها على تشجيع الاستثمار والمساعدة في اتخاذ قرارات الاستثمار الرشيدة وكذا تقدير المخاطر المرتبطة بهذه الاستثمارات والتقليل من حالة عدم التأكد، وستتناول هذا الدور للقوائم المالية من خلال الفروع التالية:

- تأثير القوائم المالية على قرار الاستثمار من خلال سياسة التوزيع الأرباح؛
- دور القوائم المالية في تقدير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية؛
- معلومات القوائم المالية و حالة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية.

### 1.2.2.3. تأثير القوائم المالية على قرار الاستثمار من خلال سياسة التوزيع الأرباح:

يعتبر قرار الإعلان عن توزيع الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، حيث إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، وكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع، كما أن على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في الشركات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل، من هنا سنتناول الفرع أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي وكميات وقيم الأسهم المتداولة من خلال ما يلي:

- سياسة توزيع الأرباح
- محتوى المعلومات الذي تعكسه سياسة توزيع الأرباح
- الدراسات التي تناولت أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على الاستثمار في سوق الأوراق المالية

#### - سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح تشير إلى القرار الذي تتخذه المؤسسة المستثمرة بشأن التصرف في أرباحها، أي بين توزيعها وبين احتجازها لغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير سياسة التوزيعات إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، والتي على ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها. [89]ص 28

وقد أثار المعيار الذي تتخذ على أساسه المؤسسة قرارها بتوزيع الأرباح من عدمه جدل كبير بين المنظرين الماليين، حيث في ظل التأكد التام قدم ميلر ومودلياني "Modigliani & Miller" سنة 1961 نظرية ملاءمة التوزيعات، حيث أرادا أن يثبتا من خلال عدم وجود أي تأثير لسياسة التوزيعات على

القيمة السوقية للمؤسسة ومن ثم على أسهمها، بل إن هذه القيمة تتأثر بشكل أو بآخر بقرارات الاستثمار، أما فكر مايرون قوردن فيقوم على مبدأ يقضي بأن سياسة التوزيعات لا يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، إلا في الحالة التي يكون فيها المعدل المتوقع على استثمار المؤسسة يختلف عن المعدل الذي يطلبه المستثمرون. [35]ص

أما في حالة عدم التأكد، فإن المستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، حيث إذا كان فائضا في التوزيع فإنه يمكن للمستثمر استعماله في شراء أسهم جديدة لنفس المؤسسة، أما إذا كانت هناك حاجة للأموال، فيمكن بيع جزء من الأسهم بقدر تلك الحاجة، وبما أن إجراء التوزيعات يزيل من حالة عدم التأكيد بدرجة لا يمكن إزالتها عن طريق ارتفاع القيمة السوقية للسهم فإنه يصبح في صالح المؤسسة أن تقوم بتوزيع أكبر حجم ممكن من الأرباح، الذي يخفض من معدل العائد المطلوب لدى حملة الأسهم، ومن ثم تنخفض تكلفة الأموال وتتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بالإيجاب. [90]P 174

- محتوى المعلومات الذي تعكسه سياسة توزيع الأرباح

ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات عن الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع، فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن الأرباح الموزعة، ثم تجري عليها تعديل فسوف يفهمه المتعاملون في سوق الأوراق المالية على أنه إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية، مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم، كما يبدو فإن التغيير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم هو نتيجة المعلومات الضمنية التي يمكن استنتاجها من سياسة التوزيعات، دون الحاجة لأن يفصح عنها صراحة في التقارير التي تصدرها المؤسسة.

وبلغة نظرية عدم تماثل المعلومات التي قدمها (MYERS, 1948) يتوقع أن تكون لدى الإدارة معلومات عن المؤسسة أكثر مما هو متاح للمستثمرين، وهي بالطبع رغبة في إبلاغ تلك المعلومات لهم، غير أنها تخشى أن يستفيد منها المنافسين أو أن تقع تحت طائلة القانون، وذلك إذا ما أعلنت صراحة عن توقعات مباشرة ولم تتحقق تلك التوقعات، وبشكل أدى إلى إلحاق الضرر بالمستثمرين، في ظل هذه القيود لا تجد المؤسسة سبيل سوى إبلاغ المستثمرين بما تريده وذلك بطريقة غير مباشرة احد سبلها زيادة نسبة الأرباح الموزعة. [16]ص353

وعنالك العديد من الدراسات التي تناولت أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، والتي نذكر منها دراسة (الفضل، 2001) التي هدفت إلى معرفة أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم، وأجريت هذه الدراسة على ست وعشرين شركة صناعية مسجلة

في سوق بغداد للأوراق المالية، حيث توصل الفضل من خلال دراسته أن ما نسبته أقل من 10 % من التغير في العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية يعزى إلى حصة السهم من الأرباح. أما دراسة (عبد العزيز & المقصيد، 2002) فمحاولة تحديد أثر توزيعات الأرباح سواء النقدية أو في شكل أسهم منحة على أسعار التداول وحجم وقيم التداول، وأجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات العاملة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال السنوات (1997-2001) وبينت الدراسة أن هناك علاقة قوية وواضحة بين توزيعات الأرباح سواء النقدية أو في شكل أسهم منحة كل على حدة على أسعار السهم المتداول، وإن كانت التوزيعات في شكل أسهم منحة لها تأثير أكبر من التوزيعات النقدية في حجم وقيم وأسعار التداول.

كما تطرقت دراسة (الظاهر، 2003) إلى تحديد أهمية الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية في تقرير القيمة السوقية لهذه البنوك، وبينت الدراسة أن اتجاه العلاقة بين متوسط سعر السهم السوقى وكل من نصيب السهم من توزيع الأرباح ونصيبه من الأرباح المحتجزة ودلالاتها الإحصائية تختلف من بنك لآخر، وأن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح لكافة بنوك العينة خلال مدة الدراسة وسعر السهم في السوق علاقة طردية، أي أن كل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومن الأرباح المحتجزة اللذين يكونان سياسة توزيع الأرباح يتناسبان طردياً مع سعر السهم في السوق، وأن الأرباح الموزعة لها أثر أكبر على سعر السهم من أثر الأرباح المحتجزة أي أن زيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة يضيف إلى سعر السهم مقدار أكبر مما تضيفه زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة. [91]

### 2.2.2.3. دور القوائم المالية في تقدير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

قبل أن نتحدث عن دور المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية في تقدير مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتعين علينا أولاً تقديم تعريف وأنواع المخاطر من خلال ما يلي:

- تعريف المخاطرة:

تعرف المخاطرة بأنها عبارة عن توقع الخسارة المصاحبة لحالة عدم التأكد من الأحداث المستقبلية [68]P 67، ومفهوم المخاطر في مجالات التمويل قريب جداً من عدم اليقين. فمخاطر الأوراق مالية يمكن أن يكون لها عدة مصادر. نذكر منها خصوصاً المخاطر الاقتصادية؛ السياسية؛ الطبيعية، التي تهدد التدفقات النقدية المتعلقة بالأوراق المالية، والمخاطر المالية (السيولة وأسعار الصرف...) التي لا تؤثر مباشرة على هذه التدفقات. [92]

ويتضح من التعريفين السابقين أن ظاهرة المخاطرة تشمل ثلاثة عناصر وهي:

- إحساس أو شك داخلي يصاحب متخذ القرار أثناء عملية الاستثمار.
  - عدم التأكد من النتائج وهو ما يترتب عليه صعوبة التنبؤ بتغيرات المستقبلية المترتبة على اتخاذ قرار الاستثمار.
  - تخضع ظاهرة المخاطرة لوسائل القياس الكمي للوصول إلى الناتج المحددة.
- وللوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تتشكل منها والتي يمكن إجمالها في العناصر الآتية:

- عنصر عدم التأكد، وتعني الحالة العون الاقتصادي الذي لا يملك أي معرفة عن المستقبل، أي لا يعرف مجموع الأحداث الممكنة أو الاحتمالات أو يعرف أكثر من عنصر أو حدث وهذه الأحداث لا تخضع إلى تحديد دقيق ومعروف، وبالمقابل عدم التأكد لا ترتبط الماضي أو الحاضر، لان الماضي أو الحاضر يتعلق بأحداث محققة أو بمعنى آخر أحداث مؤكدة [93]p291. وهناك أيضا من عرف حالة عدم التأكد بأنها الوضعية أين يكون العون الاقتصادي لا يعرف بالضبط ماذا يحدث في المستقبل. [94]p810
- عنصر الخسارة، والذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول عليها.
- عنصر قابلية الخطر للقياس، وهذا حتى تسهل عملية تحليل ودراسة المخاطرة وقياس مدى تأثيرها في العملية الاستثمارية.

- أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية: تتعرض الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر هي:

- مخاطر سعر الفائدة: هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.
- مخاطر السوق: هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب.
- مخاطر التضخم: ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثل في حالة السندات الحكومية). [95]
- مخاطر الأعمال: وهي المخاطر المرافقة لقيام الجهة المصدرة للورقة المالية بأعمالها الطبيعية، فهي قد تتعرض لتراجع مبيعاتها لأي سبب كان، كما قد تتأثر بسوء الإدارة أو المنافسة الشديدة أو أي حدث من شأنه أن يؤثر على أدائها. يرتبط هذا النوع من المخاطر بشكل مباشر بالجهة المصدرة للورقة المالية. [96]

- المخاطر المالية: هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال المؤسسة.
- مخاطر السيولة: هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي.
- مخاطر سعر الصرف: هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف.
- المخاطر السياسية: تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي.

ويمكن أيضاً وضع تلك المخاطر ضمن إطارين: المخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة:

- المخاطرة المنتظمة أو المخاطرة غير القابلة للتنوع: هي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، وبالتالي لا يمكن التخلص منه من خلال التنوع لأنه يؤثر على كل الشركات في نفس الوقت. ومن بين هذه العناصر هناك التضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية.

- المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنوع: المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنوع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على مؤسسة أخرى. ومن بين هذه العناصر هناك إضراب العمال، سوء إدارة المؤسسة وارتفاع مستوى الديون. [95]

- دور معلومات القوائم المالية في تقدير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

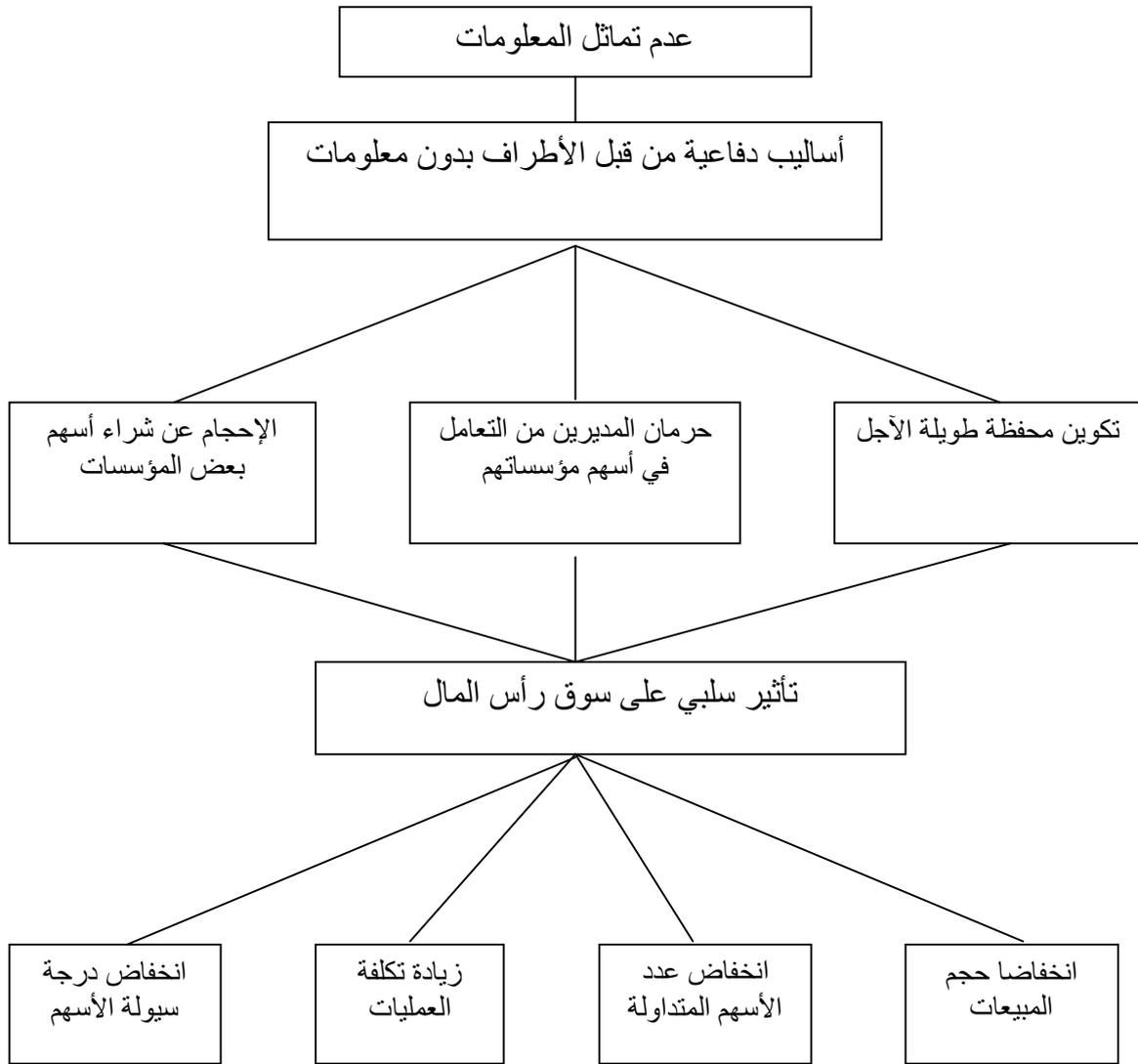
بالرغم من عدم احتواء القوائم المالية ضمن بياناتها على تحديد واضح لحجم المخاطرة و كيفية قياسها، إلا أنها تحتوي على مجموعة كبيرة من المعلومات لها ارتباط كبير بحجم المخاطر في السوق الخاصة باستثمار معين مما يجعل من تلك المعلومات مصدراً أساسياً للتنبؤ بها، وهذا جعل الكثيرين يحاولون تحديد طبيعة و خصائص تلك المعلومات المحاسبية للاعتماد عليها عند تحديد حجم المخاطرة عند الاختيار بين الاستثمارات المتاحة مثل معدل التوزيعات المدفوعة، معدل النمو، معدل الإقراض، معدل السيولة و التغيير في الأرباح...، وقد تم دراسة وتحليل العلاقة بين المخاطر والمعلومات المحاسبية وتم التوصل إلى الدور الهام الذي تؤديه المعلومات المحاسبية التي تحويها القوائم المالية في تفسير حجم المخاطر السوقية. [46] ص 187

وتوجد هناك أهمية قصوى لموضوع الإفصاح المحاسبي (بما في ذلك الإفصاح بالقوائم المالية) على تشجيع الاستثمار وكفاءة عملية تخصيص الموارد وبالتالي توجيه التصرفات و السلوك الاقتصادي للمستثمرين أفراداً ومؤسسات. ولاشك أن جودة ونوعية الإفصاح تؤثر على جودة قرارات المستثمرين، فالإفصاح الجيد يضمن ويزيد ثقة المستثمرين بالمعلومات المحاسبية التي تقدمها المؤسسات مما يعني سهولة حصولها على التمويل اللازم لأنشطتها من هؤلاء المستثمرين بأقل التكاليف، بمعنى

آخر إن زيادة ثقة المستثمرين بقدرات سوق الأوراق المالية نتيجة توافر المعلومات المالية الجيدة يجعل التمويل الخارجي من خلال سوق الأوراق المالية أكثر سهولة وقل تكلفة، ومن هنا فقد اهتمت الدراسات بقياس جودة الإفصاح في القوائم المالية والعمل على تحسين مستوى جودته بالشكل الذي يدعم ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمار رشيدة وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة كفاءة ونشاط سوق الأوراق المالية. [46] ص 188

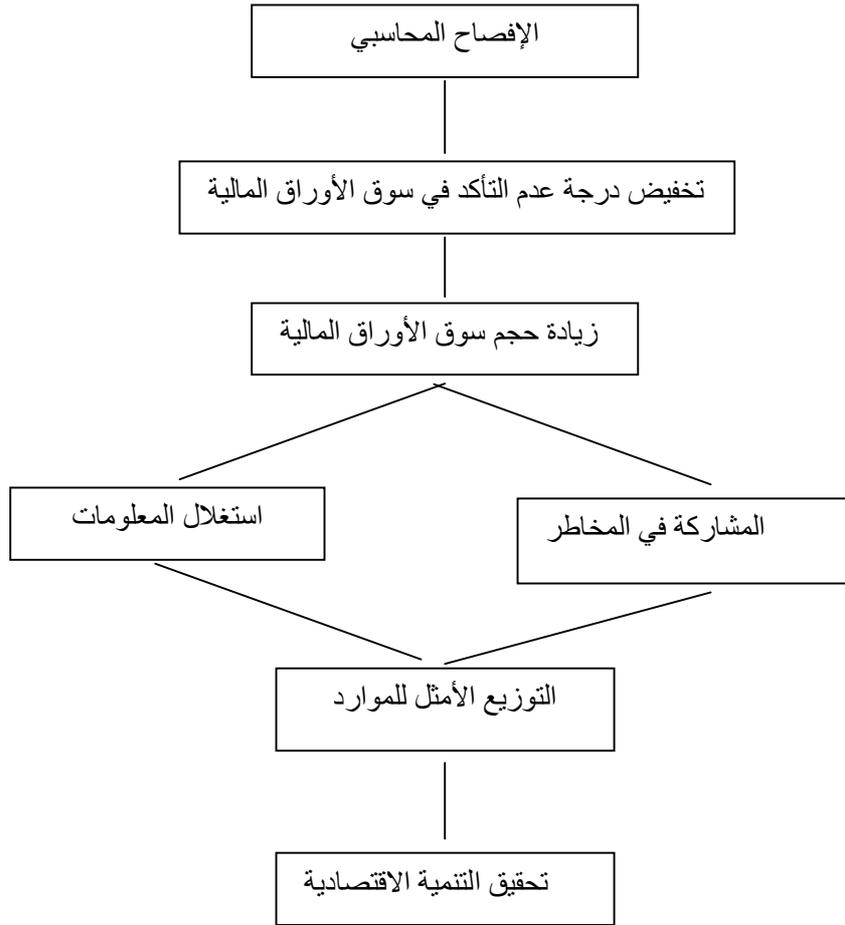
### 3.2.2.3. القوائم المالية وحالة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية

يؤدي عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية و الأطراف الخارجية (المستثمرين ) إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية- و هذا يتناقض مع فرضية كفاءة السوق- باستغلالهم لمعرفتهم السابقة بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة، و حيث أن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي فان الأطراف بدون معلومات يمكنهم حماية أنفسهم من خلال تخفيض تعاملهم مع الأطراف ذوي المعلومات عن طريق تكوين محفظة مالية متنوعة من الأسهم لفترة طويلة أو يمكنهم منع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات الخاصة عن طريق عدم الاتجار في أسهم المؤسسات التي يديرونها، كما يستطيع المستثمرون الانسحاب من الاتجار في أسهم مؤسسات معينة أو من سوق الأوراق المالية ككل، و يلاحظ أن هذه الوسائل للحماية مكلفة لكلا الطرفين، و من هنا يعتبر تحقيق التماثل في المعلومات أمرا ضروريا حتى لا يلجا المستثمرون للوسائل الدفاعية التي تضر بسوق الأوراق المالية [46]ص 192. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (5) : عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصدر : [102]ص26.

ويعتبر الإفصاح المالي العلاج الأمثل لأنه يؤدي إلى تخفيض عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم وكذلك زيادة حجم التداول وتحقيق السيولة اللازمة التي تشجع على التعامل والذي يؤدي بالتبعية إلى تخفيض تكلفة العمليات وبالتالي زيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد ككل [46]ص192. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (6) : علاقة الإفصاح المحاسبي بسوق رأس المال المصدر : [102] ص 20.

ويوضح الشكل السابق دور الإفصاح المالي في تخفيض درجة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية، مما يساهم في زيادة حجم التداول على الأسهم من خلال زيادة ثقة المستثمر وتحديد مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات للوصول إلى التخصيص الأمثل للموارد.

### 3.3. الإفصاح بالقوائم المالية وكفاءة التسعير وكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية

كما ذكرنا سابقا يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

أما السيولة فتعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. ولتوضيح دور المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية في تحسين كفاءة التسعير وكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية سنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية

- طرق تقييم الأسهم؛
- اثر الإفصاح بالقوائم المالية على الأسعار السوقية للأسهم العادية؛
- اثر الإفصاح بالقوائم المالية على الكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية.

#### 1.3.3. طرق تقييم الأسهم

قبل الحديث عن اثر الإفصاح بالقوائم المالية على كفاءة تسعير الأسهم في سوق الأوراق المالية، لابد من التعرض لطرق تقييم الأسهم للمحافظة على السعر التوازني، ولتوضيح كل ذلك سنتطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- مفهوم التقييم والعوامل المؤثرة فيه؛
- طرق تقييم الأسهم؛

#### 1.1.3.3. مفهوم التقييم والعوامل المؤثرة فيه:

إن عملية التقييم تعنى بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على ايجابية العلاقة التي يفترض أن تسود بين العائد والمخاطرة المحتملة من جراء القيام ببيع أو شراء أي ورقة مالية، أي أن العائد المتوقع من وجهة نظر المستثمر لابد وأن يتناسب طرديا مع المخاطر المحتملة.

ويعرف التقييم بأنه: ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة

المحتملة والعائد المتوقع [9]ص89، وهو الإجراء المعياري الذي يمكن استعماله في الحكم على فائدة أو جدوى الاستثمار في سهم ما. [97]p413

أما تقييم المؤسسة فيعرف بأنه: التقدير التقريبي لقيمتها ويمكن تقييم المؤسسة من عدة مقاربات منها مالية وقانونية، فمن مقارنة مالية يعرف تقييم المؤسسة على انه تقدير محفظة الاستثمارات في إطار الاستثمارات الخاصة بالمشتري (المقتني) والتنازلات عن الاستثمارات بالنسبة للبائع [98]p103 .

وعملية التقييم لا تستقيم لا بتحديد العوامل التي لها تأثير مباشر أو غير مباشر على الأسعار في سوق الأوراق المالية و التي تقسم إلى ما يلي:

- عوامل مباشرة: وتتمثل في العوامل والمتغيرات التي لها تأثير مباشر على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل عام والأسهم العادية بشكل خاص وهي: كفاءة السوق وأداء المؤسسات ورشد المستثمر من حيث المؤهل والخبرة.

- عوامل غير مباشرة: وهي لا نقل أهمية عن العوامل المباشرة من حيث تأثيرها على أسعار البيع في السوق والتي تتمثل في المتغيرات الاقتصادية والسياسية نذكر منها الانكماش والانتعاش الاقتصادي، ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وارتفاع وانخفاض معدلات الضرائب على الأرباح ومدى الاستقرار السياسي والاجتماعي. [9]ص91

### 2.1.3.3. طرق تقييم الأسهم:

الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم هو التحديد الدقيق لقيمتها في السوق، والتي على ضوءها تتحدد جملة عن القرارات الاستثمارية، وتوجد في هذا الخصوص العديد من الأساليب لتقييم الأسهم حيث أن معالجة تقييم هذه الأخيرة يتوقف على دقة حساب القيمة الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية في ضوء بيئة القرار الاستثماري وطبيعة السهم محل التقييم. ولتوضيح مختلف أساليب تقييم الأسهم، سيتم التطرق في هذا الفرع إلى المداخل الموالية:

- مدخل التوزيعات؛
- مدخل الربحية؛
- مدخل التدفقات؛
- مدخل الفرص الاستثمارية.

## - مدخل التوزيعات

يمثل مدخل التوزيعات أكثر المداخل استخداماً لتقييم الأسهم، حيث يتطلب تقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل وكذا تقدير معدل العائد المطلوب. وفي إطار هذا المدخل، توجد العديد من النماذج الخاصة بتقييم الأسهم منها ما يلي:

## - نموذج النمو الصفري :

يعبر هذا النموذج عن الوضعية التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بمعنى أن النمو الدوري يساوي الصفر. ويتم استخدام هذا النموذج بغية الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، التي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن.

وباعتبار أن الأسهم لها تاريخ استحقاق محدد، فإن القيمة الحالية للسهم يمكن حسابها وفق

الصيغة الآتية: [68]P 151

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} + P_N (1+K_e)^{-T}$$

حيث إن:

$P_0$  : القيمة السوقية للسهم.

$D_t$  : التوزيعات السنوية للسهم.

$K_e$  : معدل العائد المتوقع على الأسهم.

أما في حالة اعتبار أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، وهي الحالة العامة، فإن القيمة الحالية

للسهم تحسب كما يلي: [68]P 152

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e}$$

ومنه، فإن القيمة الحالية للسهم تتحدد بقسمة التوزيعات على معدل العائد المتوقع على الاستثمار

في الأسهم، حيث كلما انخفض العائد المتوقع ارتفعت القيمة الحالية للسهم.

## - نموذج النمو الثابت

يشير هذا النموذج والذي يسمى أيضا بنموذج " جوردن شايبيرو " إلى أن التوزيعات المدفوعة إلى حملة الأسهم في المؤسسة من المتوقع أن تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، فإنه يمكن كتابة القيمة الحقيقية للسهم "  $P_0$  " وفق المعادلة الموالية: [99]P137

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - G}$$

حيث إن:

$D_1$  : ربح السهم في نهاية السنة.

$K_e$  : معدل العائد المتوقع على السهم.

$G$  : معدل نمو التوزيعات.

وتجدر الإشارة إلى أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظري بعيد نوعا عن الواقع العملي، بالرغم من وجود بعض المؤسسات التي لها معدل نمو أرباح معقول وثابت خلال فترة طويلة نسبيا، لذا تبقى المعادلة السابقة صالحة نسبيا للتطبيق عندما يكون تباين معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفا.

- نموذج النمو غير الثابت:

يقوم هذا النموذج على أساس أن معدلات نمو التوزيعات لا تتميز بالثبات والذي يعرف بالنموذج العام، ومن خلال هذا النموذج يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات، وهو ما يتم توضيحه فيما يلي:

### النموذج العام

يفترض هذا النموذج أن الكثير من المؤسسات تتسم توزيعاتها بتقلب معدلات نموها، ومن ثم

يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم باستخدام المعادلة الموالية: [100]P 16

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_o (1+G_1)(1+G_2)...(1+G_T)}{(1+K_e)^N} + \frac{D_N (1+G)}{k_e - G} \cdot (1+G)^{-N}$$

حيث إن:

$D_0$  : تمثل التوزيعات الحالية.

$D_N$  : التوزيعات في السنة.

$K_e$  : معدل العائد المطلوب.

$G$  : معدل نمو التوزيعات.

ويتضح من خلال المعادلة السابقة، أن هذا النموذج يقوم على أساس أن التوزيعات المستقبلية لا تنمو على وتيرة واحدة، ومن ثم اتسام توزيعاتها بتقلب معدلات النمو.

ومن خلال هذا النموذج، يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات من النموذج العام السابق، سيتم توضيحهما فيما يلي: [25] ص 217

- نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين

قد لا يتصف النمو في بعض المؤسسات بالثبات، حيث قد يحدث أن يكون النمو في التوزيعات بمعدلات معينة وهي فترة النمو غير العادية، ثم تنمو التوزيعات بمعدل آخر في فترة موالية.

ويمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_o (1+G_1)^t}{(1+K_e)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_1 (1+G_2)^{t-1}}{k-G_2} \cdot \frac{1}{(1+k_e)^t}$$

حيث إن:

$G_1$ : معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الأولى.

$G_2$ : معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الثانية.

- نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة

ينطوي هذا النموذج على ثلاثة مراحل للنمو، تتمثل الأولى في مرحلة النمو المرتفع والمستقر أيضاً، أما الثانية فتتمثل في مرحلة النمو المنخفض تدريجياً، أما الثالثة فتتمثل في مرحلة النمو المستقر إلى ما لانهاية.

ووفقاً لهذا النموذج، فإن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع مضافاً إليها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة النمو، بالإضافة إلى القيمة الأخيرة للتوزيعات في المرحلة الأخيرة.

ويمكن التعبير عن قيمة السهم وفقاً لهذا النموذج بالمعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{D_o (1+G_1)^{t1}}{(1+K_e)^{t1}} + \sum_{t=m+1}^{n2} \frac{D_{n1} (1+G_2)^{t2}}{(1+K_2)^{t2}} \cdot \frac{D_{n2} (1+G_3)}{(k-G_3)(1+K_e)^{n2}}$$

حيث إن:

$D_{n2}$  ،  $D_{n1}$  ،  $D_0$  : تشير إلى التوزيعات في المراحل الثلاثة على التوالي.  
 $G_3$  ،  $G_2$  ،  $G_1$  : معدل نمو التوزيعات في كل مرحلة على التوالي.

- مدخل الربحية

يقوم هذا المدخل على أساس تقييم الأسهم من خلال الأرباح المتوقع تحقيقها من طرف المؤسسة،  
 ومن أهم النماذج المستخدمة ما يلي:

- نموذج ربحية السهم بمعدل ثابت

في ظل هذا النموذج فإن ربحية السهم تنمو بمعدل ثابت، ومنه يمكن تحديد سعر السهم باستخدام  
 المعادلة الموالية: [101] ص 289

$$P_0 = \frac{D_A - D_B}{K_e - G}$$

حيث إن:

$D_A$  : تمثل أرباح السهم.

$D_B$  : أرباح السهم المنجزة والتي يعاد استثمارها.

$G$  و  $K_e$  : يمثلان معدل العائد المطلوب ومعدل النمو على التوالي.

ومن خلال هذا النموذج، فإنه يتم التركيز على ربحية السهم والأرباح المستقبلية الإضافية  
 والناجمة من إعادة استثمار الأرباح المنجزة.

- نموذج مضاعف الربحية

يمكن استخدام نموذج مضاعف الربحية لتقييم الأسهم، حيث يتم حساب نسبة سعر السهم إلى  
 ربحيته، وذلك بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحيته، كما توضحه المعادلة الموالية: [101] ص 222

$$PER = \frac{P_m}{D_A}$$

حيث إن:

$P_m$  : السعر السوقي للسهم.

$D_A$  : ربحية السهم.

PER : نسبة مضاعف الربحية.

وتتحدد نسبة سعر السهم إلى ربح السهم من خلال ثلاثة عوامل هي: معدل العائد المطلوب على الاستثمار، نسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على السهم المتوقع. ومنه، يمكن صياغة معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1 (1 - TD_B)}{K - (K_e \times TD_B)}$$

حيث إن:

$D_1$  : ربحية السهم المتوقعة في العام القادم.

$TD_B$  : نسبة أرباح السهم المنجزة.

$K$  : معدل العائد المطلوب المتوقع على الاستثمار.

$K_e$  : معدل العائد المطلوب على السهم.

وتشير المعادلة أعلاه إلى أنه إذا كان من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو ثابت، فإن نسبة سعر السهم إلى ربحيته تعادل نسبة التوزيعات المتوقعة للسهم مقسومة على الفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل النمو المتوقع.

- مدخل التدفقات النقدية

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي، مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيرادات كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلاً محاسبياً مثل الاهتلاكات والمؤونات وشهرة المحل... الخ.

وعليه، فإنه وفق هذا النموذج يتم إضافة هذه المصاريف - غير النقدية- إلى إيرادات لكل سهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم. [101] ص 287

وعلى هذا الأساس، يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما هو موضح بالمعادلة الموالية:

$$P_0 = \frac{CF_t - I_e}{K_e - G}$$

حيث إن:

$CF_t$  : التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل.

$I_e$  : الاستثمار الكلي المتوقع في السهم.

$G$  ،  $K_e$  : تمثلان معدل العائد المطلوب ومعدل النمو على التوالي.  
ويحسب الاستثمار الكلي المتوقع في السهم وفق المعادلة الموالية: [25] ص 232

$$I_e = NI_e + \frac{CNM_t}{N}$$

حيث إن:

$NI_e$  : الاستثمار الصافي في السهم.

$CNM_t$  : التكاليف والمصاريف غير النقدية.

$N$  : عدد الأسهم.

أما حساب التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل المالي فتتم وفق المعادلة الموالية:

$$CF_t = D_t \frac{CNM_t}{N}$$

حيث إن:

$D_t$  : ربح السهم.

- مدخل الفرص الاستثمارية

يقوم هذا المدخل على أساس فصل القيمة الحقيقية للسهم عن قيمة الأسهم الموجودة وقيمة الفرص الاستثمارية المتاحة، لذلك فإن صيغة نموذج سعر السهم من وجهة نظر مدخل الفرص الاستثمارية في ظل ثبات معدل النمو تكون كما يلي:

سعر السهم وفقا لنموذج الفرص الاستثمارية = القيمة الفعلية للأسهم + القيمة المستقبلية للفرص الاستثمارية. أي:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e} + \frac{(TDB)(D_t)}{K - K*(TD_B)} \left( \frac{K^* - K}{K} \right)$$

حيث إن:

$D_t$  : ربحية السهم الحالية.

$K$  : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

$K_e$  : معدل العائد المطلوب على الأسهم.

$TD_B$  : نسبة الأرباح المنجزة.

$K^*$  : معدل العائد المطلوب الجديد على الاستثمار. [101] ص 287

### 2.3.3. أثر الإفصاح بالقوائم المالية على الأسعار السوقية للأسهم

أكد دراسات مجلس معايير المحاسبة الأمريكي على أن الربح المحاسبي كما يتحدد وفق للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً، والذي يقاس وفقاً لأساس الاستحقاق\* أكثر قدرة على قياس أداء المؤسسة وتوقع التدفقات النقدية المستقبلية من استثمارات المؤسسة، ويستخدم المستثمرون رقم الربح المحاسبي المفصّل عنه في القوائم المالية وكذلك المعلومات عن مكونات هذا الربح بطرق عديدة ولأغراض مختلفة لبناء توقعاتهم عن التدفقات النقدية ومن أهم الاستخدامات:

- تقييم أداء إدارة المؤسسة
- تقدير القدرة الكسبية للمؤسسة
- توقع الربح المحاسبي المستقبلي
- تحديد درجة المخاطرة للاستثمارات. [102] ص 30

وتستخدم المعلومات المالية لتأكيد توقعات المستثمرين حول القدرة الكسبية ودرجة مخاطر الاستثمارات، ويلاحظ أن توقعات المستثمرين عن أداء المؤسسة المستقبلي، وقدرة المؤسسة على تحقيق التدفقات النقدية في المستقبل التي تنعكس على أسعار الأسهم وبالتالي على العائد السوقي للأسهم .

وبالتالي فإن المعلومات التي تقدمها القوائم المالية ممثلة في الربح المحاسبي يتوقع أن تقدم معلومات مفيدة للمستثمرين في توقع العائد السوقي للأسهم، كما أن المعلومات التي تقدمها التقارير والقوائم المالية متمثلة في الربح المحاسبي ومكوناته قد تساعد المستثمرين في تقدير درجة مخاطرة السهم وهو ما يساعد المستثمرين على تحديد السعر المناسب للأسهم، وكذلك تكوين محافظ الأوراق المالية التي تحقق العائد المرغوب في استثماراتهم، وتكمن منفعة المعلومات التي تقدمها القوائم المالية في تحديد أسعار الأسهم والتغير فيها وكذلك في تحديد درجة المخاطرة المنتظمة للسهم. [102] ص 183

ويعتبر الإفصاح عن الأرباح سواء المحققة أو المدفوعة والتنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها كل مستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، وكلما زاد ذلك الرقم أمكن زيادة التوزيعات النقدية وكلاهما يؤثر على قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية. [46] ص 183

وفيما يلي بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وأسعار الأسهم السوقية في سوق الأوراق المالية:

\* يستخدم لتسجيل العمليات المالية في السجلات المحاسبية، حيث تثبت الإيرادات عند اكتساب الإيراد وذلك بغض النظر عن توقيت التحصيل النقدي، بينما تثبت المصاريف بمجرد حدوثها وذلك بغض النظر عن توقيت تسديدها.

لقد قام Beaver بعدد كبير من الدراسات (1966، 1968، 1974، 1977، 1980) لقياس المحتوى الإعلامي للكثير من المتغيرات المحاسبية ومدى انعكاسها على أسعار الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية. [9]ص238

أما دراسة Ball & Briwn فقد ركزا على تقارير المؤسسات المالية وأثرها على أسعار الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية، حيث قاما بتطبيق دراستهما على أسهم عينة من المؤسسات الأمريكية بلغ عددها 261 مؤسسة تمثل كافة القطاعات الصناعية وقد غطت الدراسة السنوات (1957-1965). وقد توصل الباحثان إلى أن الأرقام المالية التي تحتوي على معلومات تنعكس أثارها على أسعار الأسهم فور نشرها ووجدوا أن المضمون من المعلومات لأرقام صافي الربح وحصص الأسهم أكبر من مضمون أرقام التدفقات النقدية حيث استنتجا أن هذا الأثر يظهر في الأسعار قبل شهرين من تاريخ نشر الأرقام المالية. وهذا يعني أن سوق نيويورك للأوراق المالية هي سوق كفؤ حسب فرضية السوق شبه القوي لان المعلومات المتعلقة بالفوائد و الأرباح تنعكس على أسعار الأسهم .

أما (Feltus، 1986) فقد قام بدراسته على 163 مؤسسة أمريكية مختارة من مختلف القطاعات الصناعية شملت قطاعات الأغذية والالكترونيات والتليفزيونات والراديو والسيارات والمحركات والورق والكميوايات والمواد البترولية والخشب والبلاستيك، لمعرفة مدى قدرة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية للتنبؤ بنصيب السهم من الأرباح من خلال استخدام النسب المالية، وانتهت الدراسة إلى أن المعلومات المالية المنشورة يمكن استخدامها للتنبؤ بنصيب السهم من الأرباح. [9]ص242

كما بحثت دراسة (Kwaku K) فيما إذا كانت التقارير المالية الفترية للمستثمرين تحتوي على معلومات تؤثر على أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة في السنوات من 1983 إلى 1987. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن نموذج السوق التقارير المالية الفترية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

كما بحثت دراسة Elsharkawy & Neil تأثير سلوك الأرباح في سوق الأوراق المالية البريطانية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 511 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات من 1988 إلى 1991، وقد اعتمدت هذه الدراسة على علاقات الارتباط بين متغيراتها (الأرباح والأسعار) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى

وجود تأثير بسيط في العلاقة السابقة ( الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم) وذلك ناتج عن أن طبيعة تغيرات الأسعار تعتمد على حجم ومقدار (أهمية) الأرباح الغير متوقعة.[96]

وهناك أيضا دراسة (Seha، 1990) التي تركزت على فرض أن أسعار الأوراق المالية في أي لحظة زمنية هي عبارة عن تقدير للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الغير مؤكدة. وهو ما يعرف بفرضية السوق الكفؤ، وهدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم يتم وضعها بواسطة المستثمرين المتمسكين بالمعلومات المحاسبية (الأرقام المحاسبية) وذلك من خلال قيام الباحث بتحليل للدراسات والنتائج والتي توصل إليها كل Hand و Harris.

فقد استخدمت دراسة Hand أسلوب تحليل الانحدار على عينة مكونة من 233 شركة في أسواق رأس المال بالولايات المتحدة في السنوات من 1981 إلى 1984، بينما استخدمت دراسة Harris أسلوب تحليل الانحدار في الفترة من 1979 إلى 1984. وقد توصلت هذه الدراسة إلى تأكيد النتائج التالية:

- أن الأسواق المالية تستخدم المعلومات المحاسبية عند تحديد أسعار الأوراق المالية.
- استخدام المعلومات المحاسبية في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية وفي تقدير درجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية.
- استخدام المعلومات المحاسبية للتأكيد على إمكانية الاعتماد على المعلومات المتاحة من مصادر أخرى.

أما الدراسات التي تمت على مستوى أسواق الأوراق المالية العربية فنجد دراسة (هندي، 2000) التي هدفت إلى الكشف عن العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية، حيث بينت هذه الدراسة عدم وضوح تأثير جميع المتغيرات المستقلة، وهي : حجم المنشأة، ومتوسط القيمة السوقية للسهم، وقيام المنشأة بالاقتراض، وتوزيعات السهم، وربحية السهم، ومشاركة صناديق الاستثمار، وشكل الملكية، ونوع الاكتتاب على المتغير التابع، حيث لم يكن لهم دلالة إحصائية في تفسير معامل الاختلاف على سيولة السهم وذلك عند درجات الثقة المتعارف عليها.

ودراسة ( أبو حشيش، 2003 ) بهدف تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، ودور القوائم المالية في ذلك، حيث بينت الدراسة أن سعر السهم في بورصة الأوراق المالية يرتبط طرديًا مع عائد السهم، وصافي الربح/ حقوق الملكية، وصافي الربح/ إجمالي الأصول، وصافي الربح/ إيرادات النشاط العادي، وصافي التدفقات النقدية/ إجمالي الأصول، وحقوق الملكية/ إجمالي مصادر الأموال، ونسبة التداول، ونسبة الفوائد/ إجمالي

المصروفات، والقيمة السوقية/ القيمة الدفترية . كما يرتبط بعلاقة معنوية مع كل من عائد السهم، والقيمة السوقية/ القيمة الدفترية، وحقوق الملكية/ إجمالي مصادر الأموال، والربح الموزع/ الربح المحقق، وصافي الربح/ إجمالي الأصول، كما وأنه يرتبط عكسيا مع الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول، وإجمالي الدائنين/ إجمالي مصادر الأموال، ونسبة الأجور/إجمالي المصروفات.[91]

### 3.3.3. اثر الإفصاح بالقوائم المالية على الكفاءة السيولة في سوق الأوراق المالية

لأن الأسهم يتم إصدارها في السوق الأولي لآجال طويلة غير محددة، فان وجود السوق الثانوي كفاء سوف ينعكس ايجابيا على كفاءة السوق الأولي، لان المستثمر حينما يعرف انه يستطيع أن يحول الأسهم الموجودة في حوزته إلى نقد في السوق الثانوي في أي وقت يريده دون تحمل خسارة-عموما-، فانه سوف لا يتردد في التعامل مع السوق الأولية، لهذا فانه لابد من وجود الكثير من العوامل لضمان توفير خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية و التي من أهمها:

- سهولة وسرعة الإجراءات الإدارية اللازمة لنقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري، وإلا فان ذلك سوف يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن التعامل مع سوق الأوراق المالية وبالتالي انخفاض معدل دوران حركة الأسهم.

- انخفاض تكاليف الإصدار في سوق الأولية وتكاليف التداول في السوق الثانوية، وبالتالي ضمان إقبال صغار المستثمرين على التعامل في سوق الأوراق المالية.

- تمثيل الأسعار السوقية للقيمة الحقيقية التي تعكسها المعلومات الصادقة والعادلة، الواردة من البيئة الداخلية الممثلة بمعدلات الأداء المالي للمؤسسة، والبيئة الخارجية الممثلة بالأداء الاقتصادي على المحلي والدولي.

- ألا تقل أسعار البيع عن أسعار الشراء التي سبق وأن تم بها الحصول على الأسهم العادية بشكل كبير يتعدى نسبة العائد من التوزيعات النقدية أو العينية.[9] ص212

وإلا فان ذلك سوف ينعكس سلبا على مستوى السوق الأولي والثانوي في وقت واحد، ذلك لان مستوى أداء السوق الأولي يعتمد بشكل أساسي على مستوى اداء السوق الثانوي. ولتوضيح ذلك سنطرق في هذا المطلب للفروع التالية :

- العلاقة بين الكفاءة والسيولة؛
- مساهمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في تحسين كفاءة السيولة.

### 1.3.3.3. طبيعة العلاقة بين الكفاءة والسيولة

من المفيد جدا التأكيد أنه ثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية، تغيرات عارضة وتغيرات غير عارضة، وتعزى التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم أية معلومات، ويتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، ويطلق على أولئك بفريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرض تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات.

بينما تعزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث، ويتوقف مدى واتجاه التغيرات غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات إيجابية وسارة تتجه الأسعار إلى أعلى، بخلاف الحالة التي ترد فيها معلومات غير سارة فإن الأسعار تتجه إلى الأسفل وتأسيسا على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية وبحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوما السيولة والكفاءة حيث تكون التغيرات الناجمة عن تصرفات فريق الضوضاء في أضيق نطاق، وقد لا تحدث على الإطلاق وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة، التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها بناء على توفر معلومات جديدة، كما ينسجم هذا أيضا مع متطلبات السيولة، حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة ( ممثلة في هامش الربح المنخفض الذي يحصل عليه المتخصص ) وأدنى خسارة ممكنة. [67]ص 63

### 2.3.3.3. مساهمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في تحسين كفاءة السيولة:

تهتم المؤسسة بسيولة أوراقها المالية حتى تتمكن من تسويقها بسهولة، الشيء الذي يؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين في أوراقها المالية وكذا زيادة حجم المعاملات فيها، وتلجأ المؤسسات إلى أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها، ومن أهمها ما يلي:

- توفير ونشر المعلومات الخاصة بالمؤسسة المصدرة

تؤدي المعلومات التي تفصح عنها المؤسسة والخاصة بشؤونها الداخلية، دورا هاما في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها، بل حتى لو لم تكن التشريعات تقضي بالإفصاح عن تلك المعلومات، فإن لدى المؤسسات دافعا للإفصاح عنها وذلك للمساهمة في توفير السيولة لأوراقها المالية.

[16]ص 414

ويؤثر نشر المعلومات الخاصة بالمؤسسة المصدرة للأوراق المالية على سيولة هذه الأخيرة باعتبار أن نشر هذه المعلومات سيقص من هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق، وعلى العكس فإذا كانت هذه المعلومات غير متاحة للجميع فإنهم يطلبون هامش ربح كبير، وعليه فإن أخذ صناع السوق لهامش ربح صغير نتيجة توفر المعلومات وعدم احتكارها من قبلهم، سيؤثر بشكل ايجابي على سيولة الورقة المالية المعنية. [35]ص286

كما يمكن للمؤسسة كذلك من تحسين سيولة أوراقها المالية باستعمال الأساليب التالية:

#### - طرح الأسهم للاكتتاب العام وتسجيلها في البورصة

يتيح طرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط حركة تداول الأسهم بالسوق ويساهم في رفع سيولة السهم، بينما طرح الأوراق المالية للاكتتاب الخاص والذي يعنى اقتصارها على جمهور محدد، مما يؤثر سلبا على عمق السوق واتساعه، ومن ثم صعوبة تسويق هذه الأوراق، ولعل من أهم ما يميز الإصدار العام عن الخاص، هو توفير خاصية حرية التصرف في الأوراق المالية بالبيع والشراء في أي وقت، الأمر الذي يشجع المستثمر على امتلاك مثل هذه الأوراق باعتبار سهولة التنازل عنها، وهذا ما يدعم مركزها من السيولة.

وحتى يمكن تداول الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات، يجب أن تكون هذه الأخيرة مسجلة في قيد البورصة وذلك قصد توفير أكبر قدر ممكن من سهولة تسويقها، والحد من مخاطر ضعف سيولتها، كما يوفر تسجيلها لمختلف المستثمرين بصفة مستمرة كل المعلومات المقيدة والخاصة بالمؤسسة المسجلة وكذا الصناعة التي تنتمي إليها، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالتغيرات الحاصلة على القيمة الجارية لهذه الأوراق يوميا، وهو الشيء الذي يدفع إلى التعامل في أوراق المؤسسات المقيدة بشكل مستمر على النحو الذي يساهم في تحقيق سيولة أكبر لها، وعليه فإن تسجيل الأوراق المالية في السوق من شأنه أن يساعد المستثمرين باستمرار في الحصول على معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة وبشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.

#### - إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة

يؤدي إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة إلى جذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة، بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال

على هذه الأوراق، ومن ثم زيادة معدل دورانها، ومؤدى ما تقدم تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة، ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين.

ويفسر ما تقدم، قيام العديد من المؤسسات بتجزئة أسهمها ولمرات عديدة، بغية جعلها أكثر جاذبية لمختلف فئات المستثمرين، وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها. [35] ص 284-286

### 4.3. الإفصاح بالقوائم المالية ورشادة المستثمر وكفاءة التشغيل في سوق الأوراق المالية

يمكن للإفصاح بالقوائم المالية أن يساهم في زيادة ثقة ورشادة المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية وتخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال المعلومات الدورية التي يوفرها عن المؤسسات المدرجة في هذه السوق. ولتوضيح ذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- دور القوائم المالية في تحسين رشادة وثقة المستثمر؛
- دور القوائم المالية في تخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية؛
- اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول على الأسهم.

### 1.4.3. دور القوائم المالية في تحسين رشادة وثقة المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم العائد، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من العائد وتقلل من المخاطرة. وبالمقابل يواجه المستثمر مجموعة من الممارسات غير الأخلاقية التي قد تسود في السوق، والتي من شأنها أن تزعزع ثقته في سوق الأوراق المالية، ولتوضيح دور القوائم المالية في زيادة رشادة المستثمر والتصدي للمعاملات غير أخلاقية كتسريب المعلومات والمعلومات المضللة سنتطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- معوقات ثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية
- دور هيئات سوق الأوراق المالية في حماية وزيادة ثقة المستثمر من خلال الإفصاح.

### 1.1.4.3. معوقات ثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية

توجد عدة معوقات ومخالفات تؤثر سلبا على سلوك وثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية- وهذه المخالفات تنبأين من سوق لآخر حسب مستوى التنظيم - ويمكن إيضاحها فيما يلي:

- عدم توافر مبدأ الشفافية للمؤسسات التي يتم طرح أسهمها للبيع، وبالتالي فقدان الثقة في سوق الأوراق المالية.
- عدم وضوح حقوق والتزامات المؤسسات المصدرة للأوراق المالية تجاه حملة الأوراق فيما يتعلق بتأكدهم من سلطة نفاذ العقود والتملك وبالتالي انخفاض القدرة علي التداول ونقل الملكية وزيادة تكاليف التداول.
- انخفاض وعي المستثمر الفرد في سوق الأوراق المالية.
- عدم توافر الاستقرار المالي للسوق لحماية المستثمر من الفشل المالي الذي قد يحدث للوسطاء والمؤسسات العاملة في السوق من عمليات التأخير في تنفيذ العقود وغيرها من الأمور التي يكون لها تأثير سيئ قد يصل إلي فشل نظام التداول
- نقص المؤسسات صانعة السوق.
- عدم وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق المعلومات في كل الأوقات وبأقل تكلفة ممكنة. [103]

وبالإضافة إلى ما سبق نجد مجموعة من المعاملات الاحتيالية التي تؤثر سلبا على سوق الأوراق المالية وهي :

- المضاربات الوهمية: وهي من أقدم الممارسات الاحتيالية في سوق الأوراق المالية وتعتمد على البيع الصوري للأوراق المالية، أي خلق تعامل أو تداول غير حقيقي على السهم من خلال البيع الصوري أو المظهري wash sale الذي يعرف على أنه خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، من خلال مثلا قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لابنه أو أحد أفراد أسرته أو قيام المشتري ببيع الورقة المالية إلى ذات الشخص الذي سبق وأن اشتراها منه، وذلك بهدف إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية وأن تعاملنا نشطا يجري عليها وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعا من أنواع الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح.

كما يمكن استخدامه لإغراض ضريبية ويحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق لشخص آخر بسعر أقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به محققا خسائر تخصم من إيراداته قبل حساب الضريبة. [22] ص 175

- استغلال ثقة الزبائن: ويقصد بها الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار تجاه أحد زبائنه، وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه أو تشجيعه على إبرام صفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له، ويفعل السمسار ذلك لأنه يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع أو الشراء التي يبرمها لزبائنه، سواء

كانت تلك الصفقة مربحة أو غير مربحة، يتم ذلك بسهولة عندما تكون أوامر العميل من النوع الذي يعطي للسمسار سلطة إبرام ما يراه مناسباً من الصفقات أو عن طريق تزويد الزبون بمعلومات مضللة يترتب عليها تشجيعه على إبرام صفقات بيع أو شراء.

ونادراً ما تقوم شركة السمسرة بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم في حالة أوامر حسب مقتضى الحال بغرض تحقيق مكاسب للمؤسسة، وتمنع القوانين استعمال هذا الإجراء إلا أنه في الواقع يصعب إثبات هذا الاستغلال من طرف السمسار (استغلال الثقة).

- اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية يتم بواسطة شخصين أو أكثر، بإحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية على: السماسرة والعاملين في المؤسسة التي لها أوراق متداولة. [22]ص178-179

### 2.1.4.3. دور هيئات سوق الأوراق المالية في زيادة ثقة المستثمر من خلال الإفصاح

قوة سوق الأوراق المالية وحركته تعتمد بشكل أساسي على نشاط الشركات المالية ومركزها وإنتاجيتها وهذه الأخيرة تسوق نفسها لكسب ثقة المستثمرين من خلال البيانات والمؤشرات والتقارير والتحليلات والدراسات وغيرها من المعلومات التي تنشرها للعموم بعد وضعها من قبل جهازها وكادرها الإداري القائم بأعمالها [104].

ومن أمثلة القوانين الصادرة عن هيئات سوق الأوراق المالية نجد قانون سارباناز أوكسلي والإصلاحات الجديدة (La loi SARBANES-OXLEY 2002)، الذي يعد من أكبر الإصلاحات منذ أزمة 1929، وقد تم التصويت عليه من طرف الكونغرس الأمريكي في جويلية 2002، وفي نفس الشهر أقره الرئيس الأمريكي، بعد الفضائح المالية للشركات الكبرى Enron، Worldcom، ويقضي هذا القانون بتحميل المسؤولية لمدراء ( رؤساء) المؤسسات المقيدة في البورصة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية بمصادقة حساباتهم لدى لجنة الحماية و التبادل (SEC). [105]

لقد هدفت التعديلات المقترحة على إعادة الثقة للمستثمر وذلك من خلال تعزيز محاسبة الشركات وتقوية حوكمة الشركات Corporate Governance. ركزت مهمة التعديلات المقترحة وبشكل رئيسي على جعل لجنة تدقيق الشركة مسؤولة وبشكل كامل عن مراقبة المدقق الخارجي وإعطائها السلطة الكاملة في تحديد شروط وأتعاب أعمال التدقيق والأعمال الأخرى كذلك.

ويؤثر المعيار المقترح على جميع الشركات المدرجة أوراقها المالية ضمن سوق نيويورك للأوراق المالية، ويؤثر كذلك على جميع منظمات الأعمال الأخرى ذات الشكل القانوني المغاير للشركات المساهمة، مثل شركات التضامن المحدودة.

وحدد المعيار بهدفين رئيسيين هما تحديد سلطة لجان التدقيق من منظور نزاهة قوائم المؤسسات المالية، التركيز على استقلالية المدقق الخارجي، مع إبقاء لجنة التدقيق غير مسؤولة عن تحديد القوائم المالية أو ضمان تقرير المدقق الخارجي.

لقد تضمن المعيار المقترح إلزام المؤسسات المدرجة بتلبية بندين مهمين: تعيين ثلاثة أعضاء في مجلس إدارة الشركة ذوي صفة مستقلة يتم تحديدهم من قبل لجنة التدقيق، وتحديد أتعاب أعضاء لجنة التدقيق، ويطلب المعيار الجديد من لجان التدقيق الالتزام بمسؤولياتهم كاملة، وذلك من خلال تأدية المهام التالية:

- تصميم خطة مهام مكتوبة، تتضمن أهداف اللجنة كاملة، بما فيها مساعدة مجلس الإدارة على التبصر والتحقق من الأمور التالية:

- نزاهة القوائم المالية.
- تماشي القوائم المالية مع القوانين المنصوص عليها.
- أهلية المدقق الخارجي ومطابقتها لمواصفات الاستقلالية.
- أهلية وكفاءة أداء وظيفة التدقيق الخارجي والداخلي.

تستطيع لجنة التدقيق الحصول على البيانات الأولية من الإدارة، ولكنها لا تستطيع ربط تلك البيانات بحدود مسؤولياتها. أي أن اللجنة مسؤولة مباشرة عن تعيين، وملاحظة ومتابعة المدقق الخارجي والذي يجب عليه تقديم تقاريره لها بشكل مباشر.

- تقييم تقرير المدقق الخارجي، ولمرة واحدة على الأقل سنويا، والذي يشمل وصفا شاملا لإجراءات الرقابة الداخلية الخاصة بالشركة، وجميع الاستفسارات الصادرة من قبله أو من قبل جهات حكومية لإدارة المؤسسة، وطبيعة العلاقات التي تمت بينه وبين إدارة المؤسسة خلال الفترة موضع التقييم.

- مناقشة القوائم المالية الربع سنوية والسنوية، مع كل من الإدارة والمدقق المستقل، وبما في ذلك التطرق للآليات المتبعة من قبل الإدارة في عملية الإفصاح. ويحق للجنة مناقشة المواضيع المتعلقة بالدخل كالألية المتبعة مثلا من قبل الإدارة في اختيار شكل ونوع تقديم القوائم. ولكنه غير مطلوب من اللجنة مناقشة أية مواضيع متقدمة تفصيلية.

- الترتيب للقاءات مع الإدارة، والمدققين الداخليين، والمستقلين، في سبيل أن تتمكن لجنة التدقيق من تفعيل وظيفة الملاحظة، يجب عليها تنظيم لقاءات وبشكل منفصل مع الإدارة، ومع هؤلاء المسؤولين عن وظيفة التدقيق الداخلي، والمسؤولين عن عملية التدقيق الخارجي. رغم أن كل شركة مدرجة ملزمة بتأمين وظيفة تدقيق داخلي، إلا أنها ليست ملزمة بإنشاء قسم تدقيق داخلي، ويمكنها الاستعانة بمدققين مستقلين للقيام بهذه المهمة شريطة أن لا يكونوا نفس مدققيها الخارجيين.

- تقديم المساعدة لإدارة المخاطر، رغم أن الإدارة مسؤولة وبشكل مباشر عن المخاطر التي تتعرض لها الشركة، إلا أن لجنة التدقيق مطالبة بمناقشة كل من المدققين الداخليين والخارجيين حول الآلية التي تتبعها إدارة المؤسسة للسيطرة على المخاطر المالية المتعددة، وماهية الخطوات التي تتخذها ضمن السياسات والتوجيهات الموضوعية من قبلها لتقليل تلك المخاطر.

- مراجعة المشاكل المتعلقة بالتدقيق ومدى استجابة إدارة المؤسسة، حيث يجب على لجنة التدقيق وبشكل دوري مراجعة المشاكل التي تعترض المدققين الخارجيين خلال عملهم، مثل المشاكل المتعلقة بالقيود المفروضة على عملية التدقيق، أو القيود المفروضة على الوصول إلى معلومات معينة، وجميع الخلافات بينهم وبين إدارة الشركة.

- إنشاء سياسات استماع ومصارحة خاصة بموظفي شركات التدقيق، حيث يجب على لجنة التدقيق إنشاء وتفعيل سياسات خاصة بالاستماع ومصارحة موظفي شركة التدقيق، من منطلق بأن هؤلاء المدققين قد يسعون للحصول على مركز وظيفي مرموق بالشركة التي يقومون بتدقيقها، ويجب أن تكون اللجنة على اطلاع على القوانين الخاصة بحظر توظيف المدققين السابقين للمؤسسة، وبالأخص على نص القانون القائل، بأنه أن كان أحد موظفي الشركة وصاحب موقع وظيفي نافذ مدققا سابقا لها، فانه يحظر على شركة التدقيق التي كان يعمل بها سابقا الاستمرار بتدقيق أعمال المؤسسة لمدة تتجاوز السنة الواحدة. [106]

### 2.4.3. دور القوائم المالية في تخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية

لابد أن تأخذ تكاليف تنفيذ الأوامر البيع والشراء في سوق الأوراق المالية بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ ويمكن تقسيم التكاليف إلى:

- تكاليف مباشرة: وتتضمن تكاليف الأمر بصورة مباشرة:

-عمولة السمسرة: وتمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

- الخصم على السعر:الذي يمنحه البائع للمشتري ويتوقف على ظروف السوق، وتعاملات المشتري والبائع.

- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة و بعض رسوم نقل الملكية.

- الضريبة على هامش الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وتدعى ضريبة صناع السوق.

ومجموع هذه التكاليف تدعى بتكاليف المعاملات وهي تكاليف مباشرة، أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرص بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ الأوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستحدثة في الاستثمار (فائدة الائتمان عند التنفيذ على المكشوف).بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي تحققها على المستثمر.

- التكاليف غير المباشرة: وهي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة، والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار في الأوراق المالية (أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة المثلى) وقد يكون حساب الأخيرة صعبا نسبيا إلا أن تقديره ممكنا، ولا بد من تأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء والبيع للأسهم، وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل بمجملها التكاليف الكلية للعملية. [15] ص256-257

- العلاقة بين القوائم المالية وتكاليف الصفقات

لان ارتفاع تكلفة الوساطة لابد وان يحد من إقبال المستثمرين على التعامل في سوق الأوراق المالية،وبالمقابل سيؤدي انخفاض هذه التكاليف إلى زيادة أحجام التداول في سوق الأوراق المالية،وكل هذا يتوقف على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية، لان السوق الكفؤ يتمتع بثقة المستثمر،مما يزيد في أحجام التداول، ولأنه توجد علاقة عكسية بين أحجام التداول وتكاليف الصفقات فان هذه الزيادة في أحجام التداول ستؤدي إلى تخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية. [9]ص209

وسوف ندرس كيف تساهم مؤشرات الأداء المالي المستخرجة من القوائم المالية في زيادة أحجام التداول من خلال نموذج إحصائي.

### 3.4.3. اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول على الأسهم

لدراسة دور القوائم المالية في تحسين كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل والسيولة في سوق الأوراق المالية سنتناول في هذا المطلب تأثير مؤشرات الأداء المالي -المستخرجة من القوائم المالية- على أسعار الأسهم وأحجام التداول على هذه الأسهم من خلال النموذجين الإحصائيين التاليين:

#### 1.3.4.3 العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والأسعار السوقية للأسهم

يمكن عرض النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$Y = b_0 + \sum_{i=1}^n b_i X_i$$

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6$$

ويحتوي هذا النموذج على مجموعة من مؤشرات الأداء المالي، وهي كالتالي:

$Y$  : تمثل المتغير التابع، ويعبر عنه بالقيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وهي عبارة عن سعر الإقبال للسهم في نهاية السنة.

$b_i$  : تمثل المعاملات المراد تقدير قيمتها لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

$X_i$  : تمثل المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع، وهي كما يلي:

- القيمة الدفترية للسهم ( $X_1$ ) : تعتبر من أهم المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية حيث أنها تعكس المركز المالي للوحدة الاقتصادية، ويرمز لها بالرمز ( $X_1$ )، ويتم احتساب القيمة الدفترية للسهم بالمعادلة التالية:

القيمة الدفترية للسهم ( $X_1$ ) = صافي حقوق المساهمين / عدد الأسهم المصدرة. ، [107] ص 109

- العائد على السهم ( $X_2$ ): يعتبر هذا المؤشر من وجهة نظر المستثمر مقياساً لحسن أداء الشركة وقوة مركزها المالي حيث يمكن عن طريقه تحديد قيمة السهم في السوق، ويرمز له بالرمز ( $X_2$ )، ويتم احتساب العائد على السهم بالمعادلة التالية:

العائد على السهم ( $X_2$ ) = صافي الربح / عدد الأسهم المصدرة.

- الربح الموزع للسهم ( $X_3$ ): يقيس هذا المؤشر نسبة الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين من صافي أرباحها، ويرمز له بالرمز ( $X_3$ )، ويتم احتساب الربح الموزع للسهم بالمعادلة التالية:

$$\text{الربح الموزع للسهم } (X_3) = \text{الأرباح الموزعة} / \text{عدد الأسهم المصدرة}. [108]p277$$

- معدل العائد على حقوق المساهمين ( $X_4$ ): يقيس هذا المؤشر عائد الربح على المبالغ المستثمرة من قبل المستثمرين، وأيضاً تقييم أداء الشركة، ويرمز له بالرمز ( $X_4$ )، ويتم احتساب معدل العائد على حقوق المساهمين بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين } (X_4) = \text{الأرباح الموزعة} / \text{أجمالي حقوق المساهمين}. [9]ص236$$

- مكرر السعر ( $X_5$ ): يقيس هذا المؤشر مدى التغيير في القيمة الرأسمالية للسهم بالزيادة أو النقص، ويرمز له بالرمز ( $X_5$ )، ويتم احتساب مكرر السعر بالمعادلة التالية:

$$\text{مكرر السعر } (X_5) = \text{القيمة السوقية للسهم} / \text{القيمة الدفترية للسهم}.$$

- مردود الربح الموزع ( $X_6$ ): يقيس هذا المؤشر المستوى الفعلي للنقدية التي توزعها الشركة، ويرمز له بالرمز ( $X_6$ )، ويتم احتساب مردود الربح الموزع بالمعادلة التالية:

$$\text{مردود الربح الموزع } (X_6) = \text{الربح الموزع للسهم} / \text{القيمة السوقية للسهم}.$$

### 2.3.4.3 العلاقة بين أهم بنود القوائم المالية و أحجام التداول على الأسهم العادية:

- العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وأحجام التداول على الأسهم للأسهم

يمكن عرض النموذج من خلال المعادلة التالية :

$$Y = b_0 + \sum_{i=1}^n b_i X_i$$

$$Y = b_0 + b_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6$$

ويحتوي هذا النموذج على مجموعة من المتغيرات، وهي كالتالي:

Y : تمثل المتغير التابع، ويعبر عنه بالقيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وهي عبارة عن سعر الإقبال للسهم في نهاية السنة.

$b_i$  : تمثل المعاملات المراد تقدير قيمتها لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

$X_i$  : تمثل المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع، وهي نفسها التي في النموذج الأول.

وسوف نعتمد في اختبار النموذجين السابقين على الاختبارات الإحصائية التالية:

1. معامل الارتباط لتوضيح درجة الارتباط بين التغيرات المستقلة و المتغير التابع
2. معامل التحديد ( $R^2$ ) الذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع، وهو القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة في الدراسة الحالية، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.
3. اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الانحدار المتدرج.
4. اختبار (T) وهو اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة كل على حده لمعرفة مدى معنوياتها وأهميتها في النموذج المقترح.

## خلاصة الفصل:

يتفق الكثير من الباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المالية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين – الحاليين والمرقبين – في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثير على أسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك.

ويعتبر التحليل باستخدام النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها، ومن مميزات التحليل المالي باستخدام النسب، سهولة احتساب النسبة المالية وإمكانية استعمالها في المقارنة من سنة إلى أخرى أو بين منشأة وأخرى، وكشف المعلومات التي لا تفصح عنها بصورة مباشرة القوائم المالية الختامية، هذا بالإضافة إلى الأدوات الأخرى كالتحليل الرأسي أو الهيكلية للقوائم المالية الذي يسهل عملية المقارنة بين الشركات (بغض النظر عن حجمها). والتحليل الأفقي وتحليل الاتجاه للقوائم المالية، مقارنة أداء المؤسسة عبر سلسلة زمنية.

وتأثير المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية على سوق الأوراق المالية نوعان: الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار. أما الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

ودور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع به هذا السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة، كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات المالية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

وقد تناولت العديد من الدراسات -على المستوى الدولي والمستوى العربي – العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية من خلال دراسة العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وكفاءة التخصيص وكفاءة التسعير وكفاءة السيولة لسوق الأوراق المالية من خلال تقليل عدم التأكد وتقدير مخاطر الأوراق المالية

كما يساهم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية في تحسين كفاءة وثقة المستثمر من خلال تقليل درجة عدم التماثل في المعلومات والتي لها دور كبير في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال زيادة حجم التداول وتخفيض تكاليف الصفقات.

## الفصل 4

### واقع الإفصاح بالقوائم المالية في سوق الأسهم السعودية وأثره على متطلبات كفاءة السوق

بعد إنهاء القسم الأول من هذه المذكرة الذي أعطى في كثير من جوانبه الأبعاد النظرية للدراسة، وحتى يتم إكمال الصورة في جانبها التطبيقي والعملي، فإنه سيتم تخصيص هذا الفصل إلى دراسة حالة سوق الأسهم السعودية للوقوف على واقع هذه السوق على مستوى التنظيم والرقابة وتطور مؤشرات كفاءتها ومتطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها من طرف المؤسسات المدرجة خاصة بعد إصدار هيئة سوق المالية لائحة الحوكمة الشركات.

وعلى هذا الأساس، سيتم تناول واقع سوق الأوراق المالية في السعودية من خلال إبراز ظروف نشأتها والهيئات المنظمة لها، وكذا أهم المتدخلين فيها من وسطاء ومتعاملون، كما يتم تناول آليات وأنظمة عمل سوق الأسهم السعودية مع توضيح أساليب تداول وتسعير الأوراق المالية، ومن ثم محاولة الوقوف على دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية باعتبار أن تحسين ودعم هذه المتطلبات سيرفع من كفاءة سوق الأسهم السعودية، كل هذا من خلال المطالب التالية:

- نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية ؛
- الإفصاح في سوق الأسهم السعودية ؛
- تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية ؛

- مساهمة الإفصاح بالقوائم المالية في دعم متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية؛

#### 1.4.1. نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية

تعود نشأة سوق الأسهم السعودية إلى عام 1934، بداية تأسيس أول شركة مساهمة سعودية والمتمثلة في "الشركة العربية السعودية"، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات على اثر تبني المملكة لاقتصاد السوق وما نتج عنه من تزايد في شركات المساهمة بشكل ملحوظ، وسيتم التطرق إلى نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية من خلال المطالب التالية:

- مراحل تطور سوق الأسهم السعودية؛
- الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودية؛
- الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودية.

#### 1.1.4.1. مراحل تطور سوق الأسهم السعودية ودور هيئة السوق المالية

عرفت سوق الأسهم السعودية عدة مراحل تطورت خلالها وتأقلمت مع الظروف المحيطة المحلية أو العالمية، ومن بين مظاهر تطور سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية إنشاء هيئة السوق المالية كهيئة منظمة هدفها هو تحسين تنظيم وسير سوق الأسهم السعودية على النحو الذي يتمكن معه في تأدية وظائفه من حماية المستثمرين، وضمان امتثال المؤسسات والهيئات المتدخلة في سوق الأسهم لأحكامه التشريعية والتنظيمية. وعلى هذا الأساس، فإن هذا المبحث سوف يتمحور حول الفروع التالية:

- مراحل تطور سوق الأسهم السعودية؛
- استمرارية العمل على تطوير سوق الأسهم السعودية؛
- نظام السوق المالية؛
- هيئة السوق المالية و هيكلها التنظيمي.

#### 1.1.1.4.1. مراحل تطور سوق الأسهم السعودية

لقد مر سوق الأسهم السعودية بثلاث مراحل نوردتها فيما يلي:

- المرحلة الأولى: (البداية 1954- أوائل الثمانينات): تميزت هذه المرحلة بما يلي:
- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975 أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال.

- حتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.
- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينيات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة.
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية. و هذا النمو المفرط كان سببا في تفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

#### - المرحلة الثانية: التنظيم ( 1983-2003 )

وأهم خصائص هذه المرحلة ما يلي :

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983.
- صدر عام 1983 مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة.
- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميما يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:
- تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد
- إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم.
- إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد.
- قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية.
- لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.
- بدأ في عام 1990 م العمل بنظام آلي لتداول.
- تحديث نظام التداول في أكتوبر 2001م بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

#### - المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-....)

عرفت هذه المرحلة تأسيس هيئة السوق المالية\* بمرسوم ملكي. [13] ص 213-214

\* وسيتم التطرق إلى هذه الهيئة بشيء من التفصيل في الفرع الثالث من هذا المطلب

### 2.1.1.4. استمرارية العمل على تطوير سوق الأسهم السعودية

تعمل هيئة السوق المالية باستمرار على تشريع القرارات المنظمة لسوق الأسهم السعودية ضمن جهودها الحثيثة في الارتقاء بالسوق نحو الكفاءة والشفافية التي تخدم المستثمرين وتعزز من ثقتهم في السوق، و سنتطرق في هذا الفرع لانجازات الهيئة في السنوات الثلاثة الأخيرة على النحو التالي:

- انجازات سوق الأسهم السعودية لعام 2007.

استمرت الخطوات في مسيرة تنظيم سوق الأسهم السعودية، وقد أعلن في هذا العام عن عدة خطوات إيجابية في هذا الصدد وأهمها:

- 20 مارس: تأسيس شركة السوق المالية السعودية – تداول كشركة مساهمة سعودية تتولى المهام التنفيذية لأنظمة السوق المالية وتشمل إدارة التداول وتسوية المعاملات ونشر المعلومات المالية.

- 20 أكتوبر: تطبيق نظام تداول الإلكتروني الجديد والذي انعكس إيجابياً على مستوى كفاءة السوق نظراً لجملة الخصائص والمزايا التي أضافها هذا النظام، حيث تم زيادة السعة الاستيعابية للصفقات لتصل إلى 2 مليون صفقة يومياً مع إمكانية زيادتها مستقبلاً، مما أتاح قدراً أكبر من المرونة في التعامل وقلل فرص الأعطال التي كانت تحدث سابقاً نتيجة حجم صفقات التداول. وقد تم أيضاً تطوير أنظمة رقابة آلية لمتابعة عمليات التداول في النظام مما يوفر ميزة حماية للمستثمرين من تلاعب بعض المضاربين.

- 10 ديسمبر: اعتماد الهيكلية الجديدة لقطاعات السوق ومؤشراته بتوزيعه إلى 15 قطاعاً وتأسيس مؤشر لكل قطاع بالإضافة لإعادة طريقة حساب المؤشرات بناءً على الأسهم المتاحة للتداول فقط بعد استبعاد الحصص غير المتداولة مثل حصة الحكومة والمؤسسات المالية وحصة الشريك الأجنبي، وسيتم تطبيق ذلك اعتباراً من 5 ابريل 2008. [109]

- انجازات سوق الأسهم السعودي لسنة 2008:

وقد استمرت هيئة السوق المالية في تشريع القرارات المنظمة لسوق الأسهم السعودية ضمن جهودها الحثيثة في الارتقاء بالسوق نحو الكفاءة والشفافية التي تخدم المستثمرين وتعزز من ثقتهم في السوق وكان من أهم القرارات التي تم تبنيها هذا العام:

- 2008/4/5: بدأت (تداول) تطبيق الهيكل الجديدة لقطاعات السوق ومؤشراته القياسية ، وتعطي هذه المؤشرات مقياساً أفضل لأداء المؤسسات في السوق حسب تنوع النشاط ويتم حسابها بناءً على الأسهم الحرة المتاحة للتداول.
  - 2008/8/16: بدأت (تداول) بعرض قوائم كبار الملاك في المؤسسات المدرجة بالسوق على موقع تداول الإلكتروني، وتتضمن القائمة أسماء جميع من يمتلك نسبة (5%) أو أكثر من أسهم كل مؤسسة حسب سجلات مركز الإيداع لدى شركة تداول، ويتم تحديث هذه القائمة بشكل يومي. وتهدف هذه الخطوة إلى تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح في تعاملات السوق بحيث يطلع المستثمر على هذه المعلومات بما يسهم في تعزيز الثقة لديه ويساعده في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.
  - 2008/9/13: بدأت (تداول) تطبيق وحدة تغير سعر السهم الجديدة ضمن النطاقات السعرية المحددة وهي 5 هللات للأسهم المتداولة بسعر 25 ريالاً وقل، و10 هللات للأسهم المتداولة بسعر يتراوح بين 25.1 إلى 50 ريالاً و25 هللة للأسهم المتداولة بسعر يبدأ من 50.25 ريالاً ومن شأن هذا الإجراء تحسين جودة وكفاءة تسعير الأسهم المتداولة وتعزيز تدفق السيولة وكمية الأسهم المتداولة في السوق.
  - 2008/12/31: الموافقة على طرح 13 مؤسسة للاكتتاب العام تم إدراجها جميعاً في السوق، إضافة إلى 3 مؤسسات إضافية تم الاكتتاب بها نهاية العام 2007 وأدرجت في العام 2008.
- [110]

#### 3.1.1.4. نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 21 يوليو 2003، والمؤسس على قرار مجلس الوزراء "91" الصادر في افريل من نفس السنة المتضمن للموافقة على مشروع نظام السوق المالية السعودية، وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالية السعودية على أسس جديدة متطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل شركات المساهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودية، وتحقيق العدالة في إتاحة المعلومات إلى جانب حماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية، وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودية، مركز إيداع الأوراق المالية لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف. [111]

وقد نصت المادة عشرين من الفصل الثالث للنظام على إنشاء سوق الأسهم السعودية، والنص على أن تكون صفتها النظامية "شركة مساهمة" وفقاً لأحكام هذا النظام، وتكون هذه السوق هي الجهة

الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وتبعا لذلك يحظر على السوق القيام بتوزيعات نقدية أو عينية على أعضائه كأرباح أسهم دون موافقة المجلس.

ولا تخضع الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في سوق مالية منظمة خارج المملكة لأحكام هذا النظام حتى لو نشأ هذا التداول بموجب أوامر مرسلة هاتفياً أو آلياً (إلكترونياً) من داخل المملكة، ويستثنى من ذلك ما تتفق عليه الهيئة مع جهات أخرى خارجية.

- وبموجب هذه المادة تتحصر أهداف سوق الأسهم السعودية في النقاط التالية:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها.
- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة. [112]

#### 4.1.1.4. هيئة السوق المالية و هيكلها التنظيمي

سيتم تناول هيئة السوق المالية وهيكلها التنظيمي من خلال ما يلي:

- هيئة السوق المالية

تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها بموجب هذا النظام، وتتمتع الهيئة بالإعفاءات والتسهيلات التي تتمتع بها المؤسسات العامة، ويخضع العاملون فيها لنظام العمل، ويحظر على الهيئة أن تقوم بأي نشاط تجاري، أو أن تكون لها مصلحة خاصة في أي مشروع بقصد الربح، أو أن تقرض أو تقرض أي أموال، أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية. ويدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط. [113]

وقد باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في جويلية 2004 ، وتتمثل رؤية هيئة السوق المالية في رفع كفاءة سوق الأسهم السعودية، وتعزيز قدرتها التنافسية من خلال تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية المطبقة في أسواق الأوراق المالية العالمية المتقدمة، لتصبح سوقاً رائدةً من حيث السيولة، ومعايير الأداء، والأنظمة واللوائح والقواعد المطبقة بالإضافة إلى زيادة مستوى الشفافية والإفصاح في السوق، وتكوين جهاز إشرافي ورقابي فاعل يعمل على تطوير السوق بما يخدم المستثمرين والمتعاملين والمشاركين فيه، ويوفر بيئة آمنة وجاذبة للاستثمار. [114]

- أهداف الهيئة: تسعى الهيئة إلى تحقيق عدة أهداف أهمها:

- تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق.
- العمل على تنمية السوق المالية وتطويرها، واستقطاب المدخرات والاستثمارات، وتنويع الأدوات المالية، وتوفير السيولة اللازمة لها.
- تطوير سوق مالية مثلى وعادلة توفر إفصاحاً فعالاً ومنتظماً للمعلومات الجوهرية، وتطبيق الأنظمة واللوائح للمحافظة على السوق واستقرارها.
- المحافظة على استقرار النظام المالي وتطبيق قواعد وإجراءات وتنظيمات حديثة ومتطورة تواكب أحدث المعايير والممارسات الدولية المطبقة من حيث الشفافية والترخيص والإشراف، والرقابة والتنظيم [114] .

- صلاحيات الهيئة ومهامها:

بين نظام السوق المالية صلاحيات هيئة السوق المالية ومهامها وهي على النحو التالي:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو تدليس أو غش أو تلاعب بناء على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية و مراقبة التعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور. [115]

ويعد إنشاء هيئة السوق المالية نقطة تحول تاريخية في سوق الأسهم السعودية مما سيحسن من شفافية السوق ومصداقيته، وكان صدور قرار مجلس الوزراء السعودي في منتصف العام 2004 بتعيين أعضاء هيئة السوق المالية من أبرز الأحداث الاقتصادية المؤثرة بشكل رئيسي ومباشر على سوق الأسهم السعودي، والذي يأتي مكملاً لإقرار نظام سوق الأوراق المالية في العام الماضي 2003. وقد قامت الهيئة باعتماد نشر ثلاث لوائح تنفيذية هامة، وقد بدأت الهيئة مهمة صعبة بضبط أوضاع التداول في سوق الأسهم السعودي فعلى سبيل المثال قامت مؤخراً بتحديد نسبة التذبذب على سهم الشركة السعودية للكهرباء بعد تلاعب بعض المضاربيين بسعره، وكذلك قرار الهيئة باتخاذ إجراءات صارمة بحق الشركات المساهمة المدرجة التي لم تنشر قوائمها المالية في الأوقات المحددة، إضافة إلى قيامها بالتحقيق في مخالفات حدثت من قبل بعض المساهمين في شركة "إتحاد اتصالات" بسبب لجوئهم إلى استخدام هويات أشخاص آخرين للمساهمة بأسمائهم، مما يعطينا انطباعاً قوياً نحو عزم الهيئة على تحقيق العدالة لجميع المساهمين. [116]

#### -الهيكل التنظيمي للهيئة

يتكون الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية من سبع إدارات رئيسية (انظر الملحق رقم 01) تتضافر جهودها لتحقيق أهداف الهيئة، وسيتم عرض هذه الإدارات مع بيان مهام كل واحدة منها على النحو التالي:

- الإدارة العامة للمتابعة والتنفيذ: تقوم إدارة المتابعة والتنفيذ بالأعمال والمهام التالية:

- تلقي الشكاوى من المتعاملين والمستثمرين في السوق والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة للتأكد من صحة الشكوى.

- العمل على تسوية المنازعات التي تنشأ بين الأطراف المشاركة فيما يتعلق بالأوراق المالية.

- متابعة تنفيذ نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أي مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام واللوائح واقتراح الغرامات والعقوبات المناسبة على المخالفين في السوق للنظر في تطبيقها من مجلس هيئة السوق، ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

- متابعة تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة ولجنة الفصل في منازعات الأوراق

المالية. [117]

- الإدارة العامة لتمويل الشركات : من أبرز مهامها:

- مراجعة طلبات إصدار الأوراق المالية وطرحها وإدراجها للتأكد من التزامها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.
- التأكد من التزام المؤسسات المدرجة بمتطلبات الإفصاح.
- التأكد من التزام صناديق الاستثمار لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

- الإدارة العامة للإشراف والرقابة: من أبرز مهامها:

- العمل على تطبيق الضوابط والتعليمات المتعلقة بمعلومات الشركات.
- مراجعة القوائم المالية (الأولية والسنوية) للمؤسسات المدرجة في السوق ومتابعة نشرها على موقع شركة السوق المالية السعودية "تداول".
- مراجعة القوائم المالية (الأولية والسنوية) للمؤسسات المدرجة للتأكد من التزامها للمعايير المحاسبية.
- الرقابة المباشرة وغير المباشرة لأنشطة التداول، ومراجعة بيانات التداول وتحليلها بشكل مستمر.

- الإدارة العامة للتراخيص والتفتيش : من أبرز مهامها:

- دراسة طلبات التراخيص لممارسة أعمال الأوراق المالية بما في ذلك التعامل، والإدارة والترتيب، وتقديم المشورة، وحفظ الأصول بالإضافة إلى أي نشاط آخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات التي يجب الترخيص فيها قبل مزاومتها.
- التأكد من التزام الجهات المرخص لها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.
- إجراء عمليات التفتيش على الأشخاص المرخص لهم للتأكد من التزامهم لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية. [118]

- الإدارة العامة للأبحاث وتوعية المستثمر : من أبرز مهامها:

- إعداد الأبحاث والدراسات المالية والاقتصادية.
- إعداد التقارير الدورية وإصدار النشرات الإعلامية والتوعوية والإحصائية والتحليلية الدورية عن السوق المالية.
- نشر الوعي الاستثماري وتوعية وتنقيف المستثمرين من خلال الفعاليات والآليات وبرامج التوعية المختلفة، وتعميق مفهومي الإفصاح والشفافية.
- إيجاد قنوات اتصال مع الهيئات والمنظمات المالية والاقتصادية الإقليمية والدولية، والإشراف على تنظيم وتنفيذ برامج التعاون المختلفة مع تلك الجهات. [119]

- الإدارة العامة: من أبرز مهامها:

- إعداد السياسات واللوائح التنظيمية الخاصة بالموارد البشرية وتطويرها.
- توفير الكفاءات البشرية المتخصصة التي تلبي احتياجات العمل بالهيئة.
- متابعة وتوفير أنظمة و أجهزة تقنية المعلومات اللازمة للهيئة.

- الإدارة العامة للمراجعة الداخلية : من أبرز مهامها:

- تحسين أداء إدارات الهيئة و إنتاجيتها.
- تنفيذ سياسات الالتزام الداخلي وتطويرها.
- متابعة تطبيق موظفي الهيئة لقواعد السلوك المهنية.[119]

#### 2.1.4. الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودية

تنفيذاً لما جاء في المادتين الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية، والتي تنص على أن هيئة السوق المالية هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام هذا النظام بالإضافة إلى توليها تنفيذ المهام المنصوص عليها، أصدرت الهيئة مجموعة من اللوائح التنفيذية والقرارات التنظيمية بهدف تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية. وتوضيح جهود الهيئة لتنظيم وتطوير سوق الأسهم السعودي سنتطرق في هذا المطلب للفروع التالية:

- القوانين التنظيمية؛
- اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودية.

#### 1.2.1.4. القوانين التنظيمية

أصدرت هيئة السوق المالية مجموعة من القوانين التنفيذية لإرساء النظام نوردها فيما يلي:

- تنظيم الوسطاء: يقتصر عمل الوساطة على من يكون حاصلًا على ترخيص ساري المفعول، ويعمل وكيلا لشركة مساهمة مرخص لها بممارسة أعمال الوساطة، ما لم يكن ذلك الشخص قد استثنى من تلك المتطلبات حسب الفقرة (ج) من المادة الثانية والثلاثين من نظام السوق المالية.

- الإفصاح: حسب الفقرة (أ) المادة الأربعون من نظام السوق المالية "يتم نشر محتويات نشرة الإصدار المنصوص عليها في المادة الثانية والأربعين من هذا النظام أو أي أجزاء منها على النحو والفترة التي تنص عليها لوائح الهيئة وقواعدها"، ولا يجوز للمصدر أو لتابع المصدر أو لمتعهد التغطية أن يعرض

أوراقا مالية تخص ذلك المصدر أو تابعه ما لم يتم بتقديم نشرة الإصدار إلى الهيئة ونشرها بالطريقة المنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة ودفعه العمولات المطلوبة، كما "يجوز للهيئة إعفاء المصدر من بعض المتطلبات بناء على طريقة العرض أو حجم العرض أو عدد المستثمرين وخصائصهم، أو خصائص مصدر الورقة المالية أو الورقة المالية نفسها". (الفقرة "ب") [120]

- الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية

جاءت المادة التاسعة والأربعون من نظام السوق المالية لتمنع الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية، و قد نصت في فقراتها على ما يلي:

- يعد مخالفا لأحكام هذا النظام أي شخص يقوم عمدا بعمل أو يشارك في أي إجراء يوجد انطبعا غير صحيح أو مضللا بشأن السوق؛ أو الأسعار؛ أو قيمة أي ورقة مالية؛ بقصد إيجاد ذلك الانطباع ؛ أو لحث الآخرين على الشراء أو البيع أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الإحجام عن ذلك أو لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة، أو الإحجام عن ممارستها.

- تضع الهيئة القواعد التي تحدد الأعمال والتصرفات التي تشكل مخالفات للفقرة (أ) من هذه المادة، وتحدد تلك القواعد الأعمال والممارسات المستثناة من تطبيق أحكام الفقرة (أ) من هذه المادة، وتشمل صلاحيتها المنصوص عليها في هذه الفقرة وضع القواعد، وتحديد الظروف والإجراءات الهادفة للمحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية المعروضة للجمهور، والأسلوب والوقت الذي يتعين فيه اتخاذ هذه الإجراءات.

- يدخل في الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع الاحتيال التي تحظرها الفقرة (أ) من هذه المادة التصرفات الآتية :

- القيام بأي عمل أو تصرف بهدف إيجاد انطباع كاذب أو مضلل يوحي بوجود عمليات تداول نشط مالية خلافا للحقيقة، ويدخل في تلك الأعمال والتصرفات على سبيل المثال لا الحصر ما يأتي :

- القيام بإدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرا أو أوامر بيع مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة لنفس الورقة المالية.
- القيام بإدخال أمر أو أوامر لبيع ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرا أو أوامر شراء مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة لنفس الورقة المالية.

- التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين على سعر ورقة أو أوراق مالية معينة متداولة بالسوق، عن طريق إجراء سلسلة من العمليات في تلك الورقة أو الأوراق المالية من شأنه أن يحدث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة في التداول، أو يحدث ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار تلك الأوراق بهدف جذب الآخرين، وحثهم على شراء أو بيع هذه الأوراق حسب واقع الحال.

- التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين بإجراء سلسلة من الصفقات كسواء أو بيع، أو كليهما معاً، ورقة مالية متداولة في السوق بهدف تثبيت أو المحافظة على استقرار سعر تلك الورقة، بالمخالفة للقواعد التي تضعها الهيئة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

- تنظيم طلبات التوكيل، والشراء المقيّد والعرض المقيّد للأسهم:

تنص المادة الحادية والخمسون من نظام السوق المالية على أن تقوم الهيئة بإصدار قواعد تنظيم الإفصاح عن المعلومات والممارسات الأخرى الخاصة بطلبات التوكيل إذا تعلق هذا الطلب بأي ورقة مالية مدرجة في السوق. [121]

- العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات

جاءت المادة الخامسة والخمسون من نظام السوق المالية لتبين العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات، حيث انه إذا تضمنت نشرة الإصدار عند اعتمادها من قبل الهيئة، بيانات غير صحيحة بشأن أمور جوهرية، أو أغفلت ذكر حقائق جوهرية يتعين بيانها في النشرة، فإنه يحق للشخص الذي اشترى الورقة المالية موضوع النشرة أن يحصل على تعويض عما لحق به من ضرر نتيجة ذلك، ويعد البيان أو الإغفال جوهرياً لأغراض هذه الفقرة إذا أقيم الدليل أمام اللجنة على أنه لو كان المستثمر على علم بالحقيقة عندما قام بالشراء لأثر ذلك على سعر الشراء. [122]

#### 2.1.1.4. اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودية

اللوائح التنفيذية هي مجموعة اللوائح و القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية. وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية:

- قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب
- لائحة الاندماج والاستحواذ
- لائحة صناديق الاستثمار
- لائحة حوكمة الشركات
- لائحة صناديق الاستثمار العقاري

- لائحة أعمال الأوراق المالية
- لائحة الأشخاص المرخص لهم لائحة سلوكيات السوق
- لائحة طرح الأوراق المالية
- قواعد التسجيل والإدراج
- قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها. [123]

### 3.1.4. الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودية

تحكم أي سوق للأوراق المالية مجموعة من النظم والآليات التي تعمل على تسيير المعاملات فيها وتساهم في رفع مستوى كفاءتها، لذا يجب دراسة والوقوف على مختلف النظم والآليات التي تعمل بها هذه السوق، وهذا من خلال تناول الفروع التالية:

- البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودية؛
- أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية.

#### 1.3.1.4. البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودية

شهدت سوق الأسهم السعودية عام 2003 تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة تطورات العالمية في مجال التشريعات أسواق المالية، وقد كان في مقدمة تلك التطورات إصدار نظام السوق المالية الذي يمثل الإطار التشريعي والتنظيمي والمؤسسي للسوق، وقد اكتسب صدور هذا النظام أهمية بالغة نظراً لأن الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالية السعودية بشكل أكثر انضباطاً واستقراراً حتى تكون التعاملات في السوق موثوق فيها، وذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت إشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالية .

ومن بين التطورات الإيجابية الخاصة بنظام معلومات السوق استحداث آليات لتطوير الخدمات المقدمة للمستثمرين، عبر الوسائط الإلكترونية حيث أصبح باستطاعة المستثمرين حالياً بيع وشراء الأسهم السعودية عبر نظام "تداول" الذي انطلق العمل به سنة 2001 ، وذلك من خلال الاشتراك مع احد البنوك المحلية التي تقدم هذه الخدمة، وللأهمية التي شغلتها سرعة الحصول على المعلومات لاتخاذ قرار الاستثماري المناسب، وقد قامت هيئة السوق المالية بعد تأسيسها بإنشاء عدة أجهزة وإدارات بهدف تنظيم وتطوير سوق الأسهم السعودي نعرضها فيما يلي:

## - مركز إيداع الأوراق المالية

حدد نظام السوق المالية في المادة السادسة والعشرين من الفصل الرابع صلاحية مجلس السوق إنشاء إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" تكون هي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها، ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة، بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضحاً بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها وفقاً لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

تحدد قواعد العمل في المركز الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن كفاية عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة أثمان الصفقات الخاصة بالمستثمرين بعد تسويتها، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته، وللهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده أو تعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً. [124]

- لجنة الفصل في المنازعات: نص نظام السوق المالية على إنشاء "لجنة للفصل في منازعات الأوراق المالية" تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق نظام السوق المالية واللوائح، والقواعد، والتعليمات الصادرة عن هيئة السوق المالية وسوق الأسهم السعودي.

- لجنة الاستئناف: نص النظام السوق المالية أيضاً على "لجنة للاستئناف" يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، أو تأكيد تلك القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويجوز استئناف القرارات الصادرة من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية أمام لجنة الاستئناف خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إبلاغها.

[125]

### 2.3.1.4 أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية

يتطلب تسهيل عملية التداول على الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودية وجود نظام فعال وسريع لمعالجة الأوامر والصفقات وتزويد المتعاملين بالمعلومات، وسنتناول أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية من خلال النقاط التالية:

## - تطور عملية التداول في سوق الأسهم السعودية

مرت عملية التداول في سوق الأسهم السعودية بعدة تغيرات منذ نشأتها، فإلى غاية بداية شهر ديسمبر 1984 كان الاتصال بين البائع والمشتري للأوراق المالية يتم عن طريق مجموعة من الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية التي لم تكن ممارستها تتطلب أي تصريح أو رأسمال أو كفاءات محددة، وقد كان غياب اللوائح المنظمة لأنشطة السماسرة وعدم توفر البيئة القانونية الرسمية التي تتم ضمنها عملية التداول عند هذا التاريخ دافعا وراء صدور المرسوم الملكي في افريل 1984 الذي نص على إقامة لجنة مشتركة مهمتها تحديد تفاصيل نظام مؤطر للسوق، وقد كان من بين أهم ملامح هذا النظام الذي دخل حيز التنفيذ في 23 ديسمبر من العام ذاته، وتوكيل لجنة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية و الاقتصاد، و مؤسسة النقد العربي السعودي للإشراف على كافة نشاطات التعامل في السوق، إضافة إلى قصر نشاطات الوساطة على البنوك التجارية، وإلزام الراغبين في بيع وشراء الأسهم بضرورة التوجه إلى فرع البنك و تعبئة نموذج طلب يحدد القيمة والأسعار المرغوبة. وفي المقابل، تقوم البنوك التجارية بالتوفيق بين طلبات البيع والشراء ضمن شبكاتها الخاصة، ومن ثم مع وحدة التنسيق المركزية للبنوك الأخرى عن طريق مكتب المقاصة في مؤسسة النقد العربي السعودي، وتتقاضى البنوك مقابل خدمات الوساطة من البائع فقط عمولة بنسبة 1% حد أقصى من قيمة الأسهم التي يتم التعامل بها .

وقد أدى هذا النظام إلى زيادة رقابة الجهات الإشرافية على السوق المالية، كما انه عمل على إلغاء دور السماسرة غير المسجلين الذي أدى دورا هاما في صنع سوق قبل عام 1984م، وقد ظل هذا النظام ساري المفعول حتى ماي 1987م ، ونظرًا للمشاكل التي نجمت عنه أخذت لجنة الإشراف على السوق في دراسة بدائل النظام القائم، وقد تبلورت هذه البدائل في خيارين، يتمثل الأول في تأسيس صلة رئيسية لتداول السهم تتيح للمتعاملين إمكانية التواجد في مكان واحد لتنفيذ الصفقات، وقد عرف هذا النظام ب"نظام الصلة الرئيسية" للتداول، في حين تمثل البديل الثاني في طرح نظام التعامل الإلكتروني حيث يتم ربط كافة السماسرة بشبكة واحدة للحاسب الآلي كما هو معمول به في نظام NASDAQ .

غير أن ضخامة تكلفة تنفيذ البديل الأخير قد رجحت الكفة لصالح البديل الأول. وتأسيسا على ذلك، قامت لجنة الإشراف في 11 ماي 1987 بتبني الخيار الأول، وتم تجميع ممثلي كافة البنوك في مكان واحد و تنفيذ الصفقات بطريقة المزاد، وتمثلت ملامح هذا النظام في إبقاء سلطة الإشراف على أنشطة التعامل في الأسهم في يد البنوك على أن تتم هذه الأنشطة في قاعة التعامل المركزية تحت رقابة دائرة الإشراف التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي، وقد أسندت للشركة السعودية لتسجيل الأسهم مهمة تسهيل عملية تسجيل الأسهم وإصدار الشهادات ملكية الجديدة.

إلا أن هذا النظام لم يدم طويلاً، إذ أوقف التعامل به بعد مضي أقل من شهر لصعوبات فنية، ليعود التعامل في الأسهم مرة أخرى عن طريق الهاتف والتلكس في الدوائر المختصة للبنوك التجارية، ومع بداية عام 1990 شهد نظام التعامل في سوق الأسهم السعودية نقلة نوعية باعتمادها لأول مرة في منطقة الشرق الأوسط لأنظمة التداول الإلكتروني المتمثلة في النظام لألي لمعلومات الأسهم، ونظام تداول الكتروني المطور المعروف اختصاراً بنظام "تداول".

#### - أنظمة "تداول" الجديدة

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان أول أنظمتها نظام "ESIS" للتداول الإلكتروني، الذي تم تشغيله في سنة 1990م، تلى ذلك، بعد عقد من الزمن في عام 2001م، استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية، واکب ذلك إضافة أنواع جديدة من الأوامر وخصائصها وميزة التسوية الفورية (T+0) تم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق العربية.

مع زيادة الإقبال ونمو العمليات وأحجامها تطلب ذلك قيام (تداول) بإجراء العديد من عمليات التطوير للبرامج والأنظمة لزيادة القدرات الاستيعابية للأنظمة، ومقابلة النمو المتزايد في أعداد العمليات اليومية التي فاقت 800 ألف صفقة.

واستجابة لتطلعات السوق المالية السعودية والتوسع الكبير المتوقع في سوق المال السعودي على المدى الطويل، قامت تداول في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم.

تتكون أنظمة تداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول من صفقات؛ تسويات؛ مقاصة، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيداً لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء.

وترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء، كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر، مما يساعد

المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، على أن يتم نقل كافة الصفقات اليومية التي يتم تنفيذها مباشرة إلى الأنظمة الخاصة بالتسويات والمقاصة لدى مركز الإيداع لاستكمال عمليات نقل الملكية بين المحافظ الاستثمارية الخاصة بالمستثمرين، وإكمال إجراءات المقاصة بين الوسطاء. [126]

#### 2.4. الإفصاح المالي والعوامل الداعمة له في سوق الأسهم السعودية

يعد الإفصاح توفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة أي سوق للأوراق مالية، لذا سنتناول في هذا المبحث متطلبات و واقع الإفصاح في سوق الأسهم السعودية والعوامل الداعمة له من خلال المطالب التالية:

- متطلبات الإفصاح المالي في سوق الأسهم السعودية؛
- العوامل الداعمة للإفصاح في سوق الأسهم السعودية؛
- مدى التزام المؤسسة المدرجة بالإفصاح بالقوائم المالية.

#### 1.2.4. متطلبات الإفصاح المالي في سوق الأسهم السعودية

أعطت المادة الخامسة من نظام السوق المالية للهيئة صلاحية تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور، كما أعطت المادة السادسة الهيئة الصلاحية لإصدار القرارات والتعليمات والإجراءات اللازمة لتنظيم ومراقبة الإفصاح، وسنتناول في هذا المطلب متطلبات الإفصاح وفقا للهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين المعتمد من طرف هيئة السوق المالية ودور مؤسسات التحليل والاستشارة في تحليل هذه القوائم المالية لترشيد قرارات المستثمرين من خلال الفروع التالية:

- الإفصاح المالي في سوق الأسهم السعودية؛
- متطلبات الإفصاح وفق الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

#### 1.1.2.4. الإفصاح المالي في سوق الأسهم السعودية

تقوم هيئة السوق المالية بتنظيم ومراقبة نوعين من الإفصاح هما:

## - الإفصاح الأولي:

وفيه يتم الإفصاح عن المعلومات الأولية للمؤسسة التي ستطرح أسهمها للاكتتاب العام والتي تهم المستثمرين في سوق الأوراق المالية وفق ما جاء في لائحة طرح الأوراق المالية وقواعد التسجيل والإدراج، ويُفصح عن تلك المعلومات من خلال نشرة الإصدار بحيث تتضمن ما يلي:

- وصف كاف لمصدر الأوراق المالية وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارته مثل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وكبار الموظفين والمساهمين الرئيسيين.
- وصف كاف للأوراق المالية المزمع إصدارها أو طرحها من حيث حجم إصدارها وسعرها والحقوق المتعلقة بها وأي أولويات وامتيازات تتمتع بها أوراق مالية أخرى للمصدر إن وجدت . ويجب أن يحدد الوصف كيفية صرف حصيلة الإصدار، والعمولات التي يتقاضاها المعنيون بالإصدار.
- بيان واضح عن المركز المالي للمصدر، وأي معلومة مالية ذات علاقة بما في ذلك الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، وبيانات التدفق النقدي المدققة من مراجع الحسابات.
- أي معلومة أخرى تطلبها الهيئة.

وفي عام 2007 م، قامت الهيئة بمراجعة ونشر 27 نشرة إصدار توافر فيها ما يجب أن تحويه نشرة الإصدار من بيانات ومعلومات منصوص عليها في نظام السوق المالية.

## - الإفصاح المستمر

وفيه تقوم الهيئة بمتابعة المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية للتأكد من التزامها الآتي:

- الإفصاح عن التقارير والقوائم المالية السنوية مع نهاية السنة المالية.
- الإفصاح عن التقارير المالية الأولية ربع السنوية.
- الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، بشأن أي حدث يهيم المستثمرين ويؤثر في أسعار أوراقها المالية، على موقع تداول قبل نشرها في وسائل الإعلام أو أي موقع آخر وذلك خلال المهلة التي حددتها لوائح الهيئة لنشر الإعلانات، ويجب أن تكون الإعلانات حسب التعليمات الصادرة عن الهيئة [119].

### 2.1.2.4. متطلبات الإفصاح وفق الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين

يحدد "معيار العرض والإفصاح العام " الصادر عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين SOCPA متطلبات العرض والإفصاح العام في القوائم المالية للمؤسسات الهادفة للربح وكذا مقتضيات

العرض والإفصاح العام المتعلقة بالقوائم المالية الموحدة والقوائم المالية للمؤسسات التي لا تزال في مرحلة الإنشاء، كما أنه يحدد كيفية معالجة التغيرات المحاسبية، والمكاسب أو الخسائر المحتملة، وفضلاً عن ذلك فإنه يحدد متطلبات إفصاح تعريف الوحدة المحاسبية وطبيعة عملها وطبيعة كل من القوائم المالية والسياسات المحاسبية والارتباطات والأحداث اللاحقة لإعداد القوائم المالية، وقد حدد معيار العرض والإفصاح العام مجموعة القوائم المالية وترتيبها على النحو التالي :

- المجموعة الكاملة للقوائم المالية: تتكون المجموعة الكاملة للقوائم المالية مما يلي:

- قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل.
- قائمة التدفق النقدي.
- قائمة التغيرات في حقوق أصحاب رأس المال أو قائمة الأرباح المبقاة مع الإفصاح عن التغيرات الأخرى في حقوق أصحاب رأس المال في صلب أو إيضاحات القوائم المالية.

وتمثل هذه القوائم وما يرتبط بها من إيضاحات الحد الأدنى الضروري لعرض المركز المالي ونتائج الأعمال والتدفق النقدي.

- ترتيب عرض القوائم المالية:

كما نصت الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين في "معيار العرض والإفصاح العام " على وجوب عرض القوائم المالية وفقاً للترتيب الآتي:

- قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل.
- قائمة التدفق النقدي.
- قائمة الأرباح المحتجزة (أو قائمة التغيرات في حقوق أصحاب رأس المال).
- إيضاحات القوائم المالية. [127]

#### 2.2.4. العوامل الداعمة للإفصاح في سوق الأسهم السعودية

بعد تحديد متطلبات الإفصاح المفروضة من طرف هيئة السوق المالية السعودية، سنتناول في هذا المطلب أهم الأنظمة أو العوامل التي تدعم الإفصاح وتحليل المعلومات المفصحة عنها من خلال الفروع التالية:

- واقع حوكمة الشركات؛

– تطور المؤسسات المرخص لها ممارسة أعمال الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودية.

#### 1.2.2.4. واقع حوكمة الشركات

أصدرت هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية مشروع لائحة حوكمة الشركات\* بتاريخ 2006/7/1 ، ثم صدر قرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2006/11/12 بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي.

وتضمنت لائحة حوكمة الشركات أبواباً خمسة؛ حيث خصص الباب الأول لذكر تعريف العضو المستقل وغير التنفيذي والأقرباء من الدرجة الأولى وأصحاب المصالح والتصويت التراكمي، بينما اختص الباب الثاني ببيان حقوق المساهمين والجمعية العامة وتضمن بعض الحقوق العامة للمساهمين وحقوقهم في الحصول على المعلومات وفيما يتعلق باجتماع الجمعية العامة وحقوق التصويت وحقوقهم في أرباح الأسهم. أما الباب الثالث فكان عن الإفصاح والشفافية وتضمن السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، وكذلك الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة. وتم تخصيص الباب الرابع وهو أكبر الأبواب لمجلس الإدارة؛ حيث تم بيان الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة وكذلك مسؤوليات المجلس وكيفية تكوينه ولجان المجلس واستقلاليتها بما فيها لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت، وكذلك كيفية اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال وتحديد مكافآت أعضاء المجلس وتعويضاتهم، وكذلك قضية تعارض المصالح في مجلس الإدارة، وختمت اللائحة بالباب الخامس الذي تضمن أحكاماً ختامية من حيث كون اللائحة نافذة من تاريخ نشرها. [128]

ويلاحظ من مشروع اللائحة السابق احتوائه على إيجابيات عديدة منها تأكيده على حقوق المساهمين عبر إتاحة المعلومات الوافية والدقيقة والحرص على عدم التمييز بين المساهمين فيما يتعلق بتوفير المعلومات، ويرى الباحث أهمية هذه الفقرة بسبب ما يشهده السوق السعودي من التفاوت الواضح في المعلومات مما يتسبب في حدوث أضرار كبيرة للمتعاملين في سوق الأسهم. ومن ذلك ما تضمنه المشروع من النص على وجوب العمل على تيسير مشاركة أكبر عدد من المساهمين في اجتماع الجمعية العامة وضرورة استخدام وسائط التقنية الحديثة للاتصال بالمساهمين، كما أنه يجب إعلام السوق بنتائج الجمعية العامة فور انتهائها بل وتزويد هيئة سوق المال بنسخة من محضر الاجتماع خلال عشرة أيام من تاريخ انعقاده. وفيما يتعلق بالإفصاح والشفافية فقد تضمن المشروع ضرورة إفصاح تقرير مجلس الإدارة عن أسماء الشركات التي يكون عضو مجلس إدارة الشركة عضواً في مجالس إدارتها وضرورة

\* ولفظ الحوكمة هو الترجمة للأصل الإنجليزي للكلمة "Governance" ، والذي توصل إليه مجمع اللغة العربية بالقاهرة في محاولة لتعريب الكلمة، حيث أن لها معانٍ أخرى مثل الإدارة الرشيدة والحاكمة والمساءلة وغير ذلك من المصطلحات المتعددة، وبذلك يطلق على اصطلاح "Corporate Governance" لفظ حوكمة الشركات.

تصنيف أعضاء مجلس الإدارة من حيث كونهم تنفيذيين أو غير تنفيذيين أو مستقلين، بل والنص على أن تكون أغلبية مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، وكذلك ضرورة تفصيل المكافآت والتعويضات المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة وللكبار التنفيذيين كل على حدة، وكذلك وصف اختصاصات لجان مجلس الإدارة الرئيسية مثل لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت مع ذكر أسماء هذه اللجان ورؤسائها وأعضائها وعدد اجتماعاتها. كما يلزم الإفصاح عن نتائج المراجعة السنوية لفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة. كما أن من النقاط الإيجابية التي احتواها المشروع ضرورة وضع نظام حوكمة للشركة والإشراف العام عليه ومراقبة مدى فعاليته وتعديله عند الحاجة، والتأكيد على عضو مجلس الإدارة باعتبار نفسه ممثلاً لجميع المساهمين وملتزماً بالقيام بما يحقق مصالح الشركة عموماً وليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي قامت بالتصويت على تعيينه في مجلس الإدارة. كما احتوى المشروع على ضرورة إتاحة الشركة لمعلومات وافية عن شؤونها لجميع أعضاء مجلس الإدارة خصوصاً التنفيذيين منهم بهدف تمكينهم من القيام بواجباتهم ومهامهم بكفاية. [128]

#### 2.2.2.4. تطور المؤسسات المرخص لها ممارسة أعمال الأوراق المالية في سوق الأسهم

##### السعودية

قامت هيئة السوق المالية في ديسمبر 2007 بالترخيص لـ 37 مؤسسة لمزاولة أعمال الأوراق المالية وبذلك يرتفع عدد المؤسسات المرخصة في السوق المالية إلى 80 شركة استثمارية، كما تم بتاريخ 2008/12/13 الترخيص لـ 34 مؤسسة بمزاولة الأنشطة الاستثمارية في سوق المال السعودية، فيما تم سحب الترخيص من مؤسستين وهما "نعيم للاستثمار" و"خبراء البورصة". [129]

- التراخيص الممنوحة بحسب نوع نشاط الأوراق المالية مع نهاية عام 2008 م

يُبين الجدول (01) عدد التراخيص الممنوحة لكل نشاط من أنشطة الأوراق المالية مع نهاية عامين 2008 و 2007 ويمكن تلخيص أهم نتائج هذين الجدولين في الآتي:

- ارتفع عدد التراخيص الممنوحة مع نهاية عام 2008 مقارنة بعام 2007 لكل أنواع أنشطة الأوراق المالية وراوحت نسبة الزيادة بين % 31 نشاط التعامل و% 50 "نشاط الإدارة" مع نهاية عام 2008، راوح إجمالي عدد التراخيص بحسب نوع النشاط بين 67 و 97 ترخيصاً، وأتى نشاط "تقديم المشورة" الأعلى من حيث العدد بنسبة % 24 مقارنة بالأنشطة الأخرى.

جدول رقم (01) المؤسسات المرخص لها لممارسة أعمال الأوراق المالية المصدر: [119] [131]

نوع الرخصة					عدد المؤسسات المرخص لها لممارسة أعمال الأوراق المالية
استشارة	ترتيب	حفظ	إدارة	تعامل	
68	64	49	46	51	2007
97	92	72	69	67	2008

ونشير إلى أن عدد المؤسسات المرخص لها ممارسة أعمال الأوراق المالية بلغ بنهاية 2008 بلغ 110 مؤسسة، تمارس نشاط واحد من الأنشطة سابقة الذكر أو عدة أنشطة حسب مقتضى الترخيص الممنوح لها من هيئة السوق المالية.

على الرغم من هذا، يوجد سوى عدد قليل من المراكز المتخصصة في سوق الأسهم السعودية رغم حجمه والحاجة الماسة لتقديم تقارير وتحليلات وبيانات عن السوق والمؤسسات المدرجة فيه. وقد تخصصت بعض هذه المراكز في هذا المجال وساهمت بشكل ايجابي في رفع مستوى الوعي الاستثماري وإن كان جهدها محدود نظرا لمحدودية مواردها مقارنة بالبنوك والمؤسسات الكبرى. [130]

#### 3.2.4. مدى التزام المؤسسة المدرجة بالإفصاح بالقوائم المالية

تتابع هيئة السوق المالية التزام المؤسسات المدرجة في السوق بنظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية، وإلزامها بالإفصاح المستمر عن نتائج أعمالها وتقاريرها المالية، والمعلومات الجوهرية بشأن أي حدث يهم المستثمرين ويؤثر على أسعار الأوراق المالية، والتأكد من نشرها على موقع تداول قبل نشرها في وسائل الإعلام أو أي موقع آخر.

وتقوم الهيئة بمراجعة القوائم المالية للمؤسسات المدرجة للتأكد من أن إعدادها تم وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، بالإضافة إلى متابعة المؤسسات المدرجة بإدخال بياناتها و معلوماتها المالية وإعلانها وبثها على موقع "تداول" من خلال "نظام معلومات الشركات" وبلغ عدد الإعلانات التي بثت عام 2006 نحو 1724 إعلانا، وعدد الإعلانات التي بثت للفترة من 2004/7/1 حتى نهاية عام 2005 م 2162 إعلانا و من أجل تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح في السوق المالية ومساعدة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معلومات صحيحة وافية، ولرغبة الهيئة في توحيد صياغة الإعلانات المهمة المنشورة من قبل المؤسسات تم إعداد ضوابط لصياغة تلك الإعلانات وتوجيه المؤسسات للالتزام بها.

- الإفصاح عن القوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة للمؤسسات المدرجة:

تعمل هيئة على التأكد من التزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن قوائمها المالية الأولية والسنوية خلال المهلة المحددة بلوائح الهيئة، وعلى سبيل المثال بلغت نسبة التزام المؤسسات المفصحة عن قوائمها المالية 100% و ذلك لثلاثة أرباع الأولى من عام 2006 ، كما تم مراجعة القوائم المالية المختصرة قبل بثها على موقع تداول و بلغ عددها 418 قائمة مالية(أولية و سنوية) في عام 2006 و 571 قائمة مالية للفترة من 2004/07/1 حتى نهاية عام 2005.

كما تتابع الهيئة ما ينشر في الصحف و المجلات و ما يبث عبر مواقع ومنتديات الانترنت عن المؤسسات المدرجة، ويتم الاستفسار من المؤسسات عن صحة المعلومات المنشورة والتأكد منها، والتزام المؤسسات بالإفصاح والنشر من خلال موقع "تداول" قبل نشر هذه الأخبار على أي موقع آخر أو وسيلة إعلام أخرى. [114]

- مراجعة القوائم المالية السنوية وربع السنوية:

وتقوم الهيئة أيضاً بـ:

- مراجعة القوائم المالية السنوية وربع السنوية للمؤسسات المدرجة في السوق المالية للتأكد من استيفائها لمتطلبات الإفصاح الواردة في نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.
- دراسة تقارير مجالس الإدارة للمؤسسات المدرجة للتأكد من اكتمال الإفصاح فيها بحسب متطلبات قواعد التسجيل والإدراج.
- متابعة التزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن ما تم تطبيقه من أحكام لائحة حوكمة الشركات والأحكام التي لم تطبق مع ذكر الأسباب بحسب متطلبات لائحة الحوكمة.

ويمكن توضيح عدد القوائم المالية ربع السنوية والسنوية التي وردت عليها تحفظات والتي لم ترد عليها تحفظات خلال الأعوام 2006 و 2007 و 2008 من خلال الجداول التالية:

الجدول رقم (02) القوائم المالية المختصرة والمفصلة التي روجعت ونشرت على موقع تداول للأعوام

2006 و2007 و2008. المصدر: [119] [131]

العدد لعام			العنصر
2008	2007م	2006م	
550	461	418	القوائم المالية المختصرة التي روجعت بعد نشرها على موقع تداول
534	466	411	القوائم المالية المفصلة التي روجعت و نشرت على موقع تداول
<b>1084</b>	<b>927</b>	<b>829</b>	<b>الإجمالي</b>

الجدول رقم (03) القوائم المالية السنوية التي وردت عليها تحفظات والتي لم ترد عليها تحفظات عن

العام السابق خلال الفترة 2006 - 2008. المصدر: [119] [131]

عام 2008		عام 2007م		عام 2006م		القوائم
العدد	النسبة(%)	العدد	النسبة(%)	العدد	النسبة(%)	
97	%87	61	%70	70	%73.9	القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات عن العام السابق
14	%13	25	%30	12	%26.1	القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات عن العام السابق
<b>111</b>	<b>%100</b>	<b>86</b>	<b>%100</b>	<b>82</b>	<b>%100</b>	<b>الإجمالي</b>

الجدول رقم (04) القوائم المالية السنوية التي وردت عليها تحفظات والتي لم ترد عليها تحفظات خلال

الفترة 2006 - 2008. المصدر: [119] [131]

عام 2008م		عام 2007م		عام 2006م		القوائم
العدد	النسبة(%)	العدد	النسبة(%)	العدد	النسبة(%)	
103	%81	82	%74	57	%70.9	القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات
24	%19	29	%26	20	%29.1	القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات
<b>127</b>	<b>%100</b>	<b>111</b>	<b>%100</b>	<b>77</b>	<b>%100</b>	<b>الإجمالي</b>

ويمكن إبراز أهم نتائج تلك المراجعة في الآتي:

- إحصائيات 2007 مقارنة ب2006:

- التزام جميع المؤسسات المدرجة في السوق المالية الإفصاح عن نتائج أعمالها وتقاريرها المالية السنوية وربع السنوية.

- تم مراجعة 466 قائمة مالية مفصلة عام 2007 ونشرت على موقع تداول مقارنة بـ 411 قائمة عام 2006 ، وفي المقابل تم مراجعة 461 قائمة مالية مختصرة بعد نشرها على موقع تداول عام 2007 مقارنة بـ 418 قائمة عام 2006 ، في عام 2007 لم يرد أي تحفظ على القوائم المالية

السنوية عن العام السابق ل 70 مؤسسة بنسبة % 81.3 ووردت تحفظات على القوائم المالية السنوية لـ 16 مؤسسة.

- وردت تحفظات على 29 قائمة مالية ربع سنوية عام 2007م بنسبة % 26.1 من إجمالي القوائم المالية ربع السنوية للمؤسسات مقارنة بتحفظات حول 25 قائمة مالية بنسبة % 29.1 عام 2006 .  
[119]

- إحصائيات 2008 مقارنة بـ 2007:

- التزام غالبية المؤسسات المدرجة في السوق المالية لأنظمة ولوائح نظام السوق المالية المتعلقة منها بالإفصاح عن نتائج أعمالها وتقاريرها المالية السنوية وربع السنوية.

- تم مراجعة 534 قائمة مالية مفصلة في عام 2008 ونشرت على موقع تداول، مقارنة بـ 466 قائمة مالية مفصلة تم مراجعتها ونشرها في عام 2007 بنسبة زيادة مقدارها % 15 عن عام 2007. وتم مراجعة 550 قائمة مالية مختصرة بعد نشرها على موقع تداول في عام 2008 مقارنة بـ 461 قائمة في عام 2007 بنسبة زيادة بلغت 19%.

- كما انه في عام 2008 بلغ عدد القوائم المالية السنوية التي تم مراجعتها ولم يرد عليها تحفظات عن العام السابق 97 قائمة بنسبة 87 %، في حين بلغ عدد القوائم المالية السنوية التي تم مراجعتها في عام 2007 ولم يرد عليها تحفظات عن العام السابق 70 قائمة بنسبة بلغت 81 %، أما القوائم المالية السنوية التي تم مراجعتها وورد عليه تحفظات في عام 2008 فبلغ عددها 14 قائمة بنسبة مقدارها 13 %، وبلغ عدد القوائم المالية السنوية التي تم مراجعتها وورد عليها تحفظات في عام 2007 بـ 16 قائمة بنسبة مقدارها 19 %.

- وردت تحفظات على 24 قائمة مالية لقوائم عام 2008 ربع السنوية بنسبة 19 %، مقارنة بورود تحفظات على 29 قائمة مالية ربع سنوية لعام 2007 بنسبة 26 % [131].

- الإفصاح عن المعلومات الجوهرية

يعرض الجدول (05) عدد الإعلانات التي نشرت على موقع تداول بحسب نوع الإعلان سواء كانت معلومات جوهرية، أو نتائج مالية وهذا لعام 2007م مقارنة بالعام 2006م. [119]

جدول (05) عدد الإعلانات على موقع تداول بحسب نوع الإعلان عامي 2007 و 2006 المصدر:

[119]

القوائم	عام 2007م		عام 2006م		نسبة التغير (%)
	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	
معلومات جوهرية	1058	71.1%	1347	78.1%	-21.5%
نتائج مالية	431	28.9%	377	21.9%	14.3%
الإجمالي	1489	100%	1724	100%	12.9%

ويمكن تلخيص الجدول في الآتي: نقص عدد الإعلانات المنشورة على موقع تداول في عام 2007م مقارنة بالعام 2006م، حيث نُشر 1489 إعلاناً في عام 2007 وانخفض العدد بنسبة 13.6% عن العام 2006. احتوى ما نسبته 71.1% من إعلانات المؤسسات عام 2007 على معلومات جوهرية تهتم المستثمرين وقد تؤثر في تداول الأوراق المالية، واحتوى 431 إعلاناً على نتائج مالية لمؤسسات مدرجة في السوق المالية لسنة 2007 أي ما نسبته 28.9%.

### 3.4. تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية

تعد سوق الأسهم السعودية من الأسواق الأوراق المالية الناشئة، ويقال أن سوقاً ما ناشئاً حسب معيار "ستاندار أند بورز" إذا توفر فيه أحد الشرطين التاليين على الأقل وهما: أن تكون هذه السوق منتمية إلى اقتصاد ذو دخل منخفض أو متوسط (اقتصاد نامي) حسب تعريف البنك الدولي، وأن تكون نسبة رأس المال السوق القابل للاستثمار إلى الناتج المحلي الخام منخفضة، ويعرف رأس المال السوق بالقيمة السوقية بعد خصم رأس مال المؤسسات التي لا يسمح للأجانب الاستثمار فيها. [132] ص 90

وغالبا ما تمر أسواق الأوراق المالية الناشئة بعدة مراحل تشهد فيها مؤشرات أداءها نمو متزايد، وسنقوم في هذا المبحث بمتابعة تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية من خلال الفروع التالية:

- استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية؛
- تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية؛
- تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية.

### 1.3.4. استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية

أنجزت هذه الدراسة من قبل الغرفة التجارية الصناعية بالرياض في إطار ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان: "السوق المالية السعودية: الواقع

والمأمول "عام 1426هـ، يهدف هذا البحث إلى استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية، وذلك من خلال مسح ميداني تم إجراؤه للتعرف على مرئيات المتعاملين في هذا السوق حول دور المشكلات والصعوبات التي تواجههم في التأثير على مقومات كفاءة هذا السوق. فضلا عن ذلك، فقد تعرض التحليل لاستكشاف دور هذا السوق في دعم الاقتصاد الوطني. وسنناول هذه الدراسة من خلال الفرعيين التاليين:

- نتائج التحليل الميداني لاستكشاف كفاءة سوق الأسهم السعودية؛
- استكشاف كفاءة سوق الأسهم السعودية.

#### 1.1.3.4. نتائج التحليل الميداني لاستكشاف كفاءة سوق الأسهم السعودية:

يستعرض البحث في هذا الجزء نتائج الدراسة الميدانية، حيث تم توزيع نحو 180 استمارة لاستطلاع الرأي، بلغت الردود والاستجابات لهذه الاستمارة نحو 171 استجابة، أي أن معدل الاستجابة بلغ نحو 95%.

- دوافع الاستثمار في سوق الأسهم المحلية :

يوضح الجدول رقم (06) نتائج تحليل دوافع المواطنين للإقبال على الاستثمار في سوق الأسهم المحلية، وهي على النحو التالي:

الجدول رقم (06) دوافع الأفراد للاستثمار في سوق الأسهم المحلية المصدر: [133]

النسبة (%)	البيان
25.1	الربح السريع
23.0	سهولة تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية
20.3	عدم وجود قنوات استثمارية أخرى بديلة ومفيدة
17.3	وجود صعوبات في الاستثمار في القطاعات الإنتاجية البديلة
7.8	تقليد ومحاكاة الآخرين
6.6	أخرى

ويتضح من الجدول رقم (06) أن دوافع الربح السريع وسهولة التحويل إلى سيولة نقدية لا تزال هي الأسباب الأكثر أهمية وراء الإقبال المتزايد للمواطنين على الاستثمار في سوق الأسهم. في حين جاءت دوافع عدم وجود بدائل استثمارية وصعوبات الاستثمار في القطاعات الإنتاجية الأخرى كأهمية

نسبية أقل. إلا إنه بإعادة بلورة الجدول السابق بعد تجميع العناصر المتشابهة في مجموعات معا، ينتج الجدول التالي:

الجدول رقم (07) دوافع الاستثمار في سوق الأسهم مرتبة حسب مزايا وعيوب البدائل الاستثمارية

المصدر: [133]

النسبة (%)	البيان
48.1	مزايا سوق الأسهم كبديل استثماري
37.6	الصعوبات في القنوات الاستثمارية البديلة
14.4	أخرى

يتضح من الجدول رقم (07) أنه رغم أهمية مزايا الاستثمار في سوق الأسهم كبديل استثماري، إلا إن هناك دافع آخر على قدر من الأهمية، يتمثل في صعوبات الاستثمار في القنوات البديلة، والتي شكلت نحو 37.6% من دوافع المواطنين للإقبال على الاستثمار في سوق الأسهم المحلية، بمعنى أن هذه النسبة من المواطنين اتجهت نحو الاستثمار في سوق الأسهم المحلية ليس اقتناعا بمدى أهميتها، ولكن هروبا من القصور والصعوبات في الاستثمار في القنوات الأخرى.

وبمقارنة نسبة المواطنين الأكثر اقتناعا بمزايا الاستثمار في سوق الأسهم بنسبة المواطنين غير المقتنعين بالاستثمار ولكن إقبالهم نتيجة عدم وجود قنوات مربحة وآمنة أخرى، يتضح أن دوافع المتعاملين في سوق الأسهم المحلية لا تزال ضعيفة، ولا تعبر عن اقتناع كامل بهذا السوق.

- مصادر السيولة النقدية :

يوضح الجدول رقم (08) المصادر التي يعتمد عليها الأفراد في الحصول على السيولة النقدية لاستثماراتهم في سوق الأسهم المحلية، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (08) مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم المصدر: [133]

النسبة (%)	البيان
61	المدخرات الشخصية
31	قروض بنكية
6	الاقتراض من جهة العمل أو من الزملاء
2	بطاقات ائتمان
100	الإجمالي

يتضح من الجدول رقم (08) أن المدخرات الشخصية تمثل المصدر الرئيسي لسيولة الأفراد لتغطية استثماراتهم في السوق، وذلك بنحو 61%. أما نحو 31% من المستثمرين، فيعتمدون على القروض البنكية للحصول على السيولة النقدية لاستثماراتهم في سوق الأسهم، و نحو 6% يتوجهون للاقتراض من جهات عملهم أو زملائهم، ونحو 2% يعتمدون على بطاقات الائتمان في تدبير هذه السيولة.

وإذا تم إضافة وتجميع كافة المصادر التي تشكل اقتراضا أو سلفا، أي تجميع كافة المصادر الأخرى غير المدخرات الشخصية، يتضح أن نسبة تدبير السيولة من المصادر الأخرى خارج نطاق المدخرات الشخصية تبلغ نحو 39%، وهي تعد نسبة مرتفعة من الإجمالي، وذلك كما يتضح من الجدول التالي :

الجدول رقم (09) مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم المصدر: [133]

النسبة (%)	البيان
61	المدخرات الشخصية
39	الاقتراض من جهات متعددة

ولعل المراقب لهذه النسب يجد منطقية في أن أعلى نسبة هي نسبة مصدر المدخرات الشخصية، الأمر الذي يعبر عن اتجاه مقبول لاستثمار مدخرات الأفراد، بمعنى أن نسبة 61% مدخرات أفراد لتغطية السيولة تعبر عن وضع مقبول، ولكن هل الاتجاه لتغطية استثمارات الأفراد في السوق من خلال الاقتراض والسلف (بنحو 39%) أيا كان شكلها يعد كذلك أمرا مقبولا. إن هذه المصادر تعد في غالبية الأحيان مصادر غير مقبولة لتمويل استثمارات الأفراد في سوق مثل سوق الأسهم، وذلك لأن الأفراد قد يندفعون إلى الاستثمار في السوق بدافع خفي يتمثل في تسهيلات حصولهم على السيولة النقدية بدون وجود دافع منطقي يقوم على الدراسة والاقتناع بالاستثمار في السوق.

وبالأخذ في الاعتبار ما توصلت إليه الدراسة من عدم وعي نحو 85.7% من إجمالي المتعاملين في السوق كما سيرد لاحقا، فإن اعتماد نحو 39% على الاقتراض في تدبير السيولة النقدية، قد يقود إلى تأثيرات غير مرغوبة كثيرا. من هنا، فإن تسهيلات البنوك الائتمانية قد يكون لها تأثير سلبي على اندفاع الأفراد إلى الاستثمار في سوق قد لا يمتلكون الكفاءة والمقدرة اللازمة للدخول فيه مثل سوق الأسهم.

ومن ناحية أخرى، ولما كانت تلك الأموال التي تتحرك من البنوك إلى المستثمرين في سوق الأسهم في شكل تسهيلات وقروض بنكية تعتبر من الموارد المالية النادرة، وفي ظل ما اتضح من نتائج التحليل الميداني من عدم وعي نسبة هامة من هؤلاء المستثمرين في السوق، يمكن التوصل أيضا إلى أن هذا السوق يؤثر سلبا على تخصيص الموارد المالية النادرة في الاقتصاد الوطني. ومن ثم، ترصد هذه الورقة مستوى كفاءة متوسطة لتأثير هذا السوق على تخصيص الموارد المالية.

- متوسط حجم استثمارات الأفراد في سوق الأسهم المحلية :

يوضح الجدول رقم (10) أن نحو 61.5% من إجمالي المستجيبين كان حجم استثماراتهم يقل عن نحو 500 ألف ريال، في حين أن نحو 17.8% منهم تراوح حجم استثماراتهم بين 500 ألف إلى مليون ريال، وأن نحو 14.1% منهم تراوحت استثماراتهم بين واحد إلى خمسة ملايين ريال، في حين أن نحو 6.7% منهم فقط تجاوز حجم استثماراتهم نحو 5 مليون ريال.

الجدول رقم (10) متوسط حجم استثمارات الأفراد في سوق الأسهم المحلية المصدر: [133]

النسبة(%)	عدد التكرار	البيان
61.5	83	أقل من 500 ألف ريال
17.8	24	من 500 ألف ريال وأقل من مليون ريال
14.1	19	من مليون ريال وأقل من 5 مليون ريال
6.7	9	من 5 مليون ريال فأكثر
<b>100.0</b>	<b>135</b>	<b>الإجمالي</b>

ويبدو واضحا أن نحو 79.3% ممن شملهم المسح يقل حجم استثماراتهم عن المليون ريال. بمعنى آخر أن هذه النسبة يمكن أن تكون مؤشرا جيدا يدل على أن النسبة الغالبة من المتعاملين في السوق هم من ذوي الدخول المتوسطة، أي أنهم من صغار المستثمرين في السوق.

أما عن الجانب الأكثر أهمية في هذا الإطار، فهو أن نحو 38.5% من إجمالي الردود كانت حجم استثماراتهم تزيد عن 500 ألف ريال. وإذا تم إسقاط هذه النسبة على مجتمع البحث، والذي يقدر بنحو 2 مليون، فسوف يتم الوصول إلى أن نحو 770000 مشارك في سوق الأسهم المحلية تتجاوز قيمة استثماراتهم نحو 500 ألف ريال. الأمر الذي يدل على القدر الهائل من السيولة الموجهة إلى هذا السوق. ومن ثم، فإن عدم كفاءة تشغيل هذا القدر من الثروة من المؤكد سيؤدي إلى عدم تخصيصها بالشكل المناسب، بما يقود إلى حالة من الهدر لهذه الموارد النادرة.

- العناصر التي يعتمد عليها الأفراد في صنع القرارات الاستثمارية في السوق :

يوضح الجدول رقم (11) تقييم المتعاملين في السوق للعناصر الرئيسية التي يعتمدون عليها في صنع قراراتهم الاستثمارية، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (11) الأهمية النسبية لعناصر صنع القرار الاستثماري في سوق الأسهم المحلية المصدر:

[133]

البيان	اعتماد كبير	اعتماد متوسط	عدم اعتماد
مؤشر السوق	47	44	9
المعلومات التي تبتثها وسائل الإعلام	30	53	18
السجلات التاريخية لأسعار الأسهم	28	39	33
تقارير الحالة الاقتصادية والمالية للشركات	44	45	11
معلومات من الأصدقاء والأقارب	39	50	11
منتديات الأسهم على الإنترنت	20	40	40
مستشارون ومتخصصون في تحليل الأسهم	23	41	36

يتضح من الجدول رقم (11) أن مؤشرات السوق، وتقارير الحالة الاقتصادية، والمعلومات المأخوذة عن الأصدقاء والأقارب نالت المراتب ذات الأهمية الأعلى كعناصر يعتمد عليها المتعاملين في السوق في صنع قراراتهم الاستثمارية. وبناء عليه، فإنه يمكن إعطاء ترتيب لهذه العناصر حسب أولويتها لدى المتعاملين في سوق الأسهم المحلية على النحو التالي:

الجدول رقم (12) عناصر صنع القرار الاستثماري مرتبة تنازليا حسب أهميتها المصدر: [133]

الترتيب	البيان
1	مؤشر السوق
2	تقارير الحالة الاقتصادية والمالية للشركات
3	معلومات من أصدقاء ومعارف
4	المعلومات التي تبتثها وسائل الإعلام
5	السجلات التاريخية لأسعار الأسهم
6	مستشارون ومتخصصون في تحليل الأسهم
7	منتديات الأسهم على الإنترنت
8	أخرى

ومن المتعارف عليه أن بعضاً من هذه العناصر تعتبر ذات جودة عالية، وبعضها ذو جودة متوسطة، في حين أن البعض الآخر منها يعد ذو جودة ضعيفة في صنع القرار الاستثماري، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (13) المعايير المتعارف عليها لجودة عناصر صنع القرارات الاستثمارية المصدر: [133]

مستوى جودة العنصر	البيان
عالية	مؤشر السوق
عالية	تقارير الحالة الاقتصادية والمالية للشركات
ضعيفة	معلومات من أصدقاء ومعارف
متوسطة	المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام
عالية	السجلات التاريخية لأسعار الأسهم
عالية	مستشارون ومتخصصون في تحليل الأسهم
ضعيفة	منتديات الأسهم على الإنترنت
متوسطة	أخرى

أيضاً يمكن إعادة تجميع عناصر صنع القرار الاستثماري حسب مدى كفاءة كل عنصر في صنع القرار إلى ثلاثة مجموعات، كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (14): تقييم كفاءة عناصر صنع القرار الاستثماري المصدر: [133]

درجة الاعتماد	البيان
كبيرة	الاعتماد على عناصر عالية الجودة في صنع القرار
متوسطة	الاعتماد على عناصر ذات جودة متوسطة في صنع القرار
متوسطة	الاعتماد على عناصر ذات جودة ضعيفة في صنع القرار

يتضح من الجدول رقم (14) أن اعتماد المتعاملين في السوق على العناصر ذات الكفاءة العالية في صنع القرار كان كبيراً، كما أن اعتمادهم على العناصر ذات الجودة المتوسطة والضعيفة كان متوسطاً. لذلك، فإنه يمكن تقييم كفاءة هؤلاء المتعاملون في صنع قراراتهم الاستثمارية بأنها كفاءة متوسطة.

- مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق:

يبرز الجدول رقم (15) مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في سوق الأسهم المحلية، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (15) المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق (%) المصدر: [133]

البيان	متوافر بشدة	متوافر إلى حد ما	غير متوافر
يمكن الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة ودقة	9.6	45.2	45.2
يمكن بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وبسهولة	52.1	41.9	6.0
يوجد بالسوق عدد كبير من البائعين والمشتريين	69.3	25.2	5.5
لا يستطيع أيا من المتعاملين في السوق التأثير على أسعار الأسهم	27.7	41.9	30.3
انخفاض تكاليف التعامل في السوق (وبخاصة النسبة التي تحصلها البنوك على كل عملية)	26.7	36.3	37.0
تتحرك أسعار الأسهم في السوق حسب المعلومات عن شركات هذه الأسهم	31.7	43.5	24.8
يتصف المتعاملين في السوق بالوعي الاستثماري	6.3	54.7	39.0
يملك كافة المتعاملين في السوق نفس الفرصة لتحقيق الأرباح	11.5	35.3	53.2
لا يوجد بالسوق تجار ومتخصصون يعرفون بصناع السوق يمكنهم تحقيق أرباح أعلى عن بقية المتعاملين	8.4	22.6	69.0
يوجد بالسوق عدد مناسب وكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول	21.0	47.5	31.5

حيث يهدف الجدول رقم (15) إلى تقييم مدى توافر أو وجود مؤشرات رئيسية تعبر عن مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذا السوق. وجزير بالإشارة أن هذه الورقة قد اختارت هذه العناصر بناء على تحديد معايير وعناصر مقومات الكفاءة الكاملة للسوق. بمعنى آخر أنه قد تم اختيار المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين لكي تعبر في حد ذاتها عن مدى توافر مقومات الكفاءة الكاملة في سوق الأسهم المحلية.

وتشير النتائج في الجدول رقم (15) إلى أن تقييمات الأفراد لمدى توافر هذه العناصر جاءت متباينة من عنصر لآخر، بما يعبر على أن هناك عناصر متوافرة وبشدة في السوق السعودي، في حين أن هناك عناصر أخرى غير متوافرة في هذه السوق. ويوضح الجدول رقم (16) شكلاً أكثر تعبيراً عن تقييم الأفراد لمدى كفاءة كل عنصر من هذه العناصر في الجدول التالي:

الجدول رقم (16) تقييم مدى كفاءة كل عنصر من مقومات الكفاءة الكاملة المصدر: [133]

كفاءة ضعيفة	كفاءة متوسطة	كفاءة قوية	البيان
	●		يمكن الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة ودقة
		●	يمكن بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وبسهولة
		●	يوجد بالسوق عدد كبير من البائعين والمشتريين
	●		لا يستطيع أي من المتعاملين في السوق التأثير على أسعار الأسهم
●			انخفاض تكاليف التعامل في السوق (وبخاصة النسبة التي تحصلها البنوك على كل عملية)
	●		تتحرك أسعار الأسهم في السوق حسب المعلومات عن شركات هذه الأسهم
	●		يتصف المتعاملون في السوق بالوعي الاستثماري
●			يملك كافة المتعاملون في السوق نفس الفرصة لتحقيق الأرباح
●			لا يوجد بالسوق تجار ومتخصصون يعرفون بصناع السوق يمكنهم تحقيق أرباح أعلى عن بقية المتعاملين
	●		يوجد بالسوق عدد مناسب وكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول
	●		إجمالي مرجح

يتضح من الجدول رقم (16) أن عنصرين فقط من مقومات الكفاءة الكاملة هما اللذان نالا تقييم الكفاءة القوية في سوق الأسهم المحلية حسب مرييات المتعاملين، هما إمكانية بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وسهولة، ووجود عدد كبير من البائعين والمشتريين في السوق. في المقابل، جاء تقييم ثلاثة عناصر كمقومات ضعيفة للكفاءة، هي ارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وعدم توافر نفس الفرصة العادلة لكافة المتعاملون لتحقيق الأرباح، ووجود تجار وصناع السوق وإمكانية تحقيقهم لأرباح غير عادية عن بقية المتعاملين. أما بقية العناصر (ستة عناصر) فقد جاءت كمقومات متوسطة الكفاءة.

#### 2.1.3.4. استكشاف كفاءة سوق الأسهم السعودية ودوره في دعم الاقتصاد السعودي

يسعى البحث في هذا الجزء لإعطاء تقييم شامل لكفاءة سوق الأسهم السعودية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، وذلك اعتماداً على نتائج التحليل الميداني. وفي هذا الإطار يمكن تجميع كافة نتائج المسح الميداني في الجدول التالي:

الجدول رقم (17) النتائج الكلية لتقييم كفاءة سوق الأسهم المحلية المصدر: [133]

كفاءة ضعيفة	كفاءة متوسطة	كفاءة قوية	البيان
			أولاً : تقييم مدى توافر المقومات الرئيسية لكفاءة سوق الأسهم المحلية :
			(أ) مقومات عامة :
	•		1. دوافع الاستثمار في السوق
	•		2. مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم
	•		3. صنع القرار الاستثماري
•			4. الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق
	•		(ب) مقومات الكفاءة الكاملة للسوق
•			(ج) مقومات الكفاءة التشغيلية للسوق
			ثانياً : تقييم مدى دور سوق الأسهم المحلية في دعم الاقتصاد الوطني :
	•		(أ) الأثر على منفعة الأفراد
	•		(ب) الأثر على تخصيص الموارد المالية*
	•		التقييم الإجمالي

يتضح من الجدول رقم (17) مدى ضعف كفاءة سوق الأسهم، حيث اتضح أن هذا السوق لا يمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة، وقد أوضح المتعاملين في السوق العديد من الاقتراحات لزيادة درجات هذه الكفاءة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

\* ولفظ الحوكمة هو الترجمة للأصل الإنجليزي للكلمة "Governance"، والذي توصل إليه مجمع اللغة العربية بالقاهرة في محاولة لتعريب الكلمة، حيث أن لها معان أخرى مثل الإدارة الرشيدة والحاكمة والمساءلة وغير ذلك من المصطلحات المتعددة، وبذلك يطلق على اصطلاح "Corporate Governance" لفظ حوكمة الشركات.

الجدول رقم (18) مقترحات المتعاملين لزيادة كفاءة السوق المصدر: [133]

البيان	عدد التكرار	%
الحاجة لمزيد من الشفافية والعدالة في حصول كافة المتعاملين على المعلومات بنفس الدقة وفي ذات الوقت	21	25.3
تفعيل هيئة السوق المالية وإنهاء التضارب بينها وبين الجهات الرسمية الأخرى	19	22.9
زيادة إمكانيات وتسهيلات البنوك من حيث عدد الموظفين وحجم صالات التداول	12	14.5
مطلوب وجود وسطاء في السوق	8	9.6
تخفيض عمولات البنوك على عمليات البيع والشراء	7	8.4
نشر الوعي بين المشاركين في السوق عن طريق الدورات التدريبية والتوعية من خلال وسائل الإعلام	6	7.2
مزيد من الرقابة على الشركات في الإفصاح عن ميزانياتها وتقاريرها الاقتصادية	5	6.0
الرقابة والحد من تحركات صناع السوق المضرة بصغار المستثمرين	5	6.0
<b>الإجمالي</b>	<b>83</b>	<b>100.0</b>

يتضح من الجدول رقم (18) أن عدم الشفافية في التعامل في السوق كانت تشكل أبرز الأسباب التي من المعتقد أنها تسبب ضعف كفاءة السوق. لذلك، فقد أفاد نحو 25.3% بأن الشفافية تعد من أبرز المتطلبات لرفع كفاءة السوق. يليها في الأهمية تفعيل هيئة السوق المالية بنحو 22.9%، يليها زيادة إمكانيات وتسهيلات البنوك، وبخاصة من حيث زيادة المساحات المخصصة لصالات التداول وزيادة عدد الموظفين المخصصين في قاعات التداول، وقد شكلت هذه النسبة نحو 14.5% من إجمالي المقترحات لزيادة كفاءة السوق. يلي ذلك أسباب أخرى أقل أهمية. [133]

#### 2.3.4. تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية

عقب الارتفاعات التي حققتها السوق خلال الفترة مابين (2003- 2005) والتي بلغت فيها قيمة المؤشر أكثر من 5 أضعاف قيمته منذ بداية تلك الفترة، شهدت السوق أكبر عملية تصحيح منذ إنشائها حيث هبطت من أعلى مستوى لها في يوم 25 فبراير 2006 والذي سجل فيه المؤشر 20,635 نقطة إلى أدنى مستوى له خلال العام عند 7,666 نقطة في يوم 3 ديسمبر 2006 أي بنسبة انخفاض بلغت 63%\*.

\* مست هذه التصحيحات بالخصوص المؤسسات التي أسهمها هي أسهم مضاربة ارتفعت منذ بداية العام بنسب عالية دون وجود مبررات استثمارية لهذا الارتفاع ومعظم هذه الشركات إما تحقق خسائر أو أن أداؤها المالي ضعيف مقارنة بسعرها السوقي. فمثلا شركة الشرقية للتنمية الزراعية عرفت تراجع ب 78% في سعر أسهمها في السوق السعودي.

هذا ويعتبر عام 2006 عاماً استثنائياً حيث خالف فيه اتجاه السوق حالة الانتعاش الاقتصادي. فقد حظي عام 2006 بعوامل ايجابية كثيرة لنمو الاقتصاد السعودي والتي من أهمها ارتفاع أسعار النفط، زيادة الإنفاق الحكومي، تخفيض الدين العام، والإعلان عن مشاريع ضخمة (المدن الاقتصادية)، إلا أن ما أثر على سوق الأسهم بشكل مباشر هو بدء تباطؤ نمو أرباح الشركات المدرجة بالإضافة للمخاطر التي تعرضت لها السوق جراء المضاربات التي سيطرت على تعاملات السوق. [134]

وقد تحسنت سوق الأسهم السعودية في عام 2007 حيث سجل مؤشر السوق المالية السعودية TASI ارتفاعاً بنسبة 41%، في أعقاب التصحيح الكبير في عام 2006. [135]

#### 1.2.3.4. مؤشر تداول العام:

هو حساب القيمة السوقية لكل مؤسسة ضمن معادلة المؤشر العام للسوق المالية السعودية والمؤشرات القطاعية بناء على قيمة إجمالي عدد الأسهم المتاحة للتداول، ويستبعد من حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول. وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الأطراف الآتية من حساب المؤشر:

- الحكومة أو مؤسساتها.
- الشريك الأجنبي إذا كان محظوراً عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية.
- الشريك المؤسس خلال فترة الحظر.
- من يملك 10% أو أكثر من أسهم مؤسسة مدرجة بسوق الأسهم السعودية.

- طريقة حساب المؤشر:

يتم حساب المؤشرات على أساس القيم المرجحة للقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، ويتم احتساب القيمة السوقية لكل سهم على أساس سعر إغلاق السهم في يوم فترة سابقة مضروباً بعدد الأسهم القابلة للتداول، تمثل الأسهم الحرة إجمالي عدد الأسهم المصدرة للمؤسسة مخصوماً منها ملكية الحكومة والشريك الأجنبي إن وجدت، والهيئات والمؤسسات والصناديق الاستثمارية بالإضافة إلى ملكية المؤسسين في المؤسسة أو ملكية الشريك الاستراتيجي التي تتجاوز نسبة (10%) من إجمالي عدد الأسهم أو تلك التي تحتاج إلى تفويض مسبق من الجهات التشريعية لبيعها في السوق.

وتكون قيمة الأساس لمؤشرات القطاعات الجديدة (5000) نقطه للقطاعات الجديدة حيث سيتم حساب المؤشر العام لكل القطاعات تاريخياً من (2007/1/1) فيما سيتم اعتماد قيمة الأساس للمؤشر العام للقطاعات الرئيسية الأربعة التي لم يطرأ عليها تعديل وهي: البنوك، التأمين، الاتصالات، وقطاع

الأسمنت كما في إغلاق يوم 2007/1/1 وهو رقم الأساس الذي سيتم احتساب المؤشر العام على أساسه.

وقد بدأت سوق الأسهم السعودية أداء العام 2007 في ظل استمرار الأثر السلبي لتداعيات التراجع التصحيحي الحاد الذي تعرضت له في العام السابق، حيث سيطر الأثر النفسي السلبي على توجهات المستثمرين بوجه عام، ودفع ذلك لاستمرار تراجع مؤشر السوق الرئيسي من 7900 نقطة في بداية العام إلى نحو 6900 نقطة في منتصف يونيو 2007 وسط أداء متذبذب رافقه تراجع حاد في قيمة التداول لتصل إلى معدل 4 مليار ريال يومياً. وقد استمرت السوق رهينة أدائها المتذبذب حتى نهاية سبتمبر 2007 دون تحقيق مكاسب تذكر مقارنة بمستوياتها في بداية العام، في الوقت الذي كانت فيه أسواق الأسهم الخليجية تخلق في سماء المكاسب بارتفاعات تراوحت بين 15% و 25% خلال الفترة ذاتها، ومع إعلان نتائج الأشهر التسعة الأولى 2007 والتي فاقت توقعات المتعاملين وبالأخص "سابق" ليشكل ذلك شرارة انطلاق السوق بعد المستويات السعرية المغرية التي وصلت لها العديد من الأسهم ويوازيها النتائج المالية القوية للشركات وإعلان الميزانية العامة للدولة للعام القادم، واستطاعت السوق أن تنهي أداء العام 2007 بارتفاع نسبته 41% مقارنة بالعام 2006 وجاء هذا الارتفاع بالتحديد خلال الثلاثة أشهر الأخيرة من العام. [136]

الجدول رقم (19) القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع المؤسسات 2002-2008

المصدر: [131]

العام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	المؤشر العام	نسبة التغير (%)
2002	280.73	/	2518.08	/
2003	589.93	110.14%	4437.58	76.23%
2004	1148.60	94.70%	8206.23	84.93%
2005	2438.20	112.28%	16712.64	103.66%
2006	1225.88	49.72%-	7933.29	52.33%-
2007	1946.35	58.77%	11038.66	39.14%
2008	924.23	25.50%-	4802.99	56.49%-

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن مؤشر سوق الأسهم السعودية عرف ارتفاع مستمر إلى غاية سنة 2005 ثم بدأ إلى الانخفاض نتيجة لتصحيح 2006. وفي نهاية عام 2008 أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 4,802.99 نقطة مقارنة مع 11,038.66 نقطة كما في نهاية عام 2007 منخفضاً 6,235.67 نقطة. (56.49%).

### 2.3.4. تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية

لدراسة تطور كفاءة سوق الأسهم السعودية يتطلب الأمر دراسة مجموعة من المؤشرات مجتمعة للوقوف على مدى تطور كفاءة السوق، وتستخدم لهذا الغرض مجموعة من المؤشرات والمتمثلة فيما يلي:

- مؤشر حجم السوق؛
- مؤشر سيولة السوق؛
- مؤشر درجة التركيز؛
- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي؛
- مؤشر رشادة المستثمر؛
- مؤشر عدالة السوق.

#### 1.2.3.4. مؤشر حجم السوق

يؤدي ارتفاع عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى زيادة اتساع حجم السوق، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات في السوق، ويرتبط ذلك بارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة.

- مؤشر تطور عدد المؤسسات المدرجة

- اعترفت هيئة السوق المالية بأهمية تنمية سوق الأوراق المالية وتطويرها واستقطاب لمدخرات والاستثمارات وتنويع الأدوات الاستثمارية بالإضافة إلى زيادة عمق السوق كماً ونوعاً، لذا عملت الهيئة منذ إنشائها على توسيع قاعدة سوق الأسهم السعودية عن طريق زيادة عدد المؤسسات المدرجة، ويوضح الجدول (20) عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية ونسب التغير خلال الفترة بين عامي 1990 م و2008م،

الشكل رقم (20) عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية من 1990 إلى 2008 ونسبة

التغير. المصدر: [119] [131]

العام	عدد المؤسسات المدرجة	نسبة التغير (%)
1990	57	-
1991	60	%5.3
1992	60	%0
1993	65	%8.3
1994	68	%4.6
1995	69	%1.5
1996	70	%1.4
1997	70	%0
1998	74	%5.7
1999	73	%1.4-
2000	75	%2.7
2001	76	%1.3
2002	* 68	%10.5-
2003	70	%2.9%
2004	73	%5.3
2005	77	%5.48
2006	86	%11.69
2007	111	%29.07
2008	127	%14.4

ويمكن إبراز زيادة عدد المؤسسات المدرجة خلال هذه الفترة في الآتي:

- زاد عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية من 57 مؤسسة عام 1990 إلى 127 مؤسسة في العام 2008م بنسبة زيادة 123 % تقريبا.
- زاد عدد المؤسسات المدرجة في السوق خلال الفترة من 1990 إلى تاريخ إنشاء هيئة السوق المالية منتصف عام 2004 من 57 إلى 73 مؤسسة، في حين زاد عدد المؤسسات بعد إنشاء الهيئة من 73 مؤسسة في عام 2004م إلى 127 مؤسسة في عام 2008 م.
- زاد عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية في عام 2007 إلى 111 مؤسسة مقارنة بـ 86 مؤسسة عام 2006 بنسبة 29 % ، أدرج أكثر المؤسسات في الربع الثالث إذ أدرجت 11 مؤسسة بنسبة 44 % من إجمالي المؤسسات المدرجة، وأدرجت مؤسستان فقط خلال الربع الأول .

[137]

- زاد عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية في عام 2008 إلى 127 مؤسسة مقارنة بـ 111 مؤسسة عام 2007 ، أي بزيادة نسبتها 14.5 % .

\* انخفاض عدد المؤسسات المدرجة نتيجة دمج مؤسسات الكهرباء

- وقد ارتفع عدد الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق المالية من 3.9 مليار سهم لعام 1996 إلى 39.5 مليار سهم في العام 2008 بنسبة زيادة مقدارها % 900، وبعد تأسيس هيئة السوق المالية في منتصف عام 2004 ارتفع عدد الأسهم من نحو 13 مليار سهم إلى نحو 39.5 مليار سهم في عام 2008. [138] وتعتبر سوق الأسهم السعودية الأكبر عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت حسب إحصائيات صندوق النقد العربي لعام 2008 قيمة 246,809.85 مليون دولار من أصل 599,695.30 مليون دولار إجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية أي ما نسبته 41%. [139]

#### 2.2.3.4. مؤشر تطور السيولة

يشير مصطلح السيولة كما سبق توضيحه سبقا إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا وتسهل عملية الاستثمار طويل الأجل، ففي الأسواق مرتفعة السيولة تزيد فرص المؤسسات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، إذن تزداد سيولة السوق كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، وثمة مؤشران يتم استخدامهما على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:

- **نسبة حجم التداول:** يعتبر مؤشر حجم التداول أكثر المؤشرات تمثيلا وتعبيرا عن سيولة سوق الأوراق المالية.

- **معدل الدوران:** عبارة عن قيمة التداول السنوية إلى الرسملة السوقية للبورصة، ويشير إلى جاذبية سوق الأسهم في الاقتصاد، و يدل معدل دوران مساوي للواحد إلى تداول السهم بمتوسط مرة واحدة في السنة. ويعرض الجدول الموالي إحصائيات حول قيمة التداول ومعدل الدوران والإجمالي للفترة 2002-2008 على النحو التالي:

جدول رقم (21) حركة مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة 2002-2008 المصدر: [139]

[131]

العام	قيمة التداول (مليار ريال)	القيمة السوقية (مليار ريال)	قيمة التداول/الرسملة السوقية (معدل الدوران %)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2002	133,787	280.73	47,656	60,029
2003	596,510	589.93	101,115	345,865
2004	1773,85	1148.60	154,490	197,372
2005	4138,69	2438.20	169,743	133,315
2006	5261,85	1225.88	429,23	27,1379
2007	2557,71	1946.35	131,410	-51,391
2008	133,787	924.23	47,656	-23,253

يوضح الجدول السابق تطور مؤشر قيمة التداول خلال الفترة 2002 إلى غاية 2006، حيث بلغ في سنة 2006 مقدار 429.23 ، وهذا يعني أن جميع الأسهم المتاحة للتداول قد تم تداولها بما يقارب 430 مرة خلال هذا العام، ويأتي هذا الارتفاع الكبير في مؤشر إلى اشتداد المضاربة على بعض أسهم المؤسسات المدرجة، لكن هذا المؤشر شهد انخفاض مستمر في سنتي 2007 و 2008.

#### 3.2.3.4. مؤشر تمرکز السوق

يعني مؤشر درجة تمرکز السوق مدى سيطرة عدد قليل من المؤسسات على السوق، حيث تعد درجة التمرکز أمراً غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق، لذا كلما انخفضت مساهمة أكبر عشر مؤسسات في إجمالي قيمة التداول أو إجمالي القيمة السوقية للبورصة كلما كان ذلك مؤشراً على تطور كفاءة سوق الأوراق المالية، وفيما يلي الجدول رقم (22) الذي يعرض التحسن في مؤشر درجة تمرکز سوق الأسهم السعودية الذي عرفته في الفترة من 2002 إلى غاية النصف الأول من 2009 .

الجدول رقم(22)نسبة القيمة السوقية لأكثر عشر مؤسسات إلى إجمالي القيمة السوقية للفترة 2002-

2008. المصدر: من إعداد الطالب

النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2005	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2004	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2003	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2002
26.09	سابك	23.23	سابك	21.5	الاتصالات	16.11	سابك
11.49	الاتصالات	16.6	الاتصالات	16.77	سابك	10.12	السعودي الأمريكي
10.07	الراجحي	9.69	كهرباء السعودية	14.3	كهرباء السعودية	9.84	الراجحي
5.00	كهرباء السعودية	7.85	الراجحي	7.44	الراجحي	7.75	بنك الرياض
4.83	سامبا	5.57	سامبا	5.34	السعودي الأمريكي	5.22	السعودي الفرنسي
3.51	الرياض	4.18	الرياض	4.72	بنك الرياض	5.13	السعودي البريطاني
3.40	ساب	3.5	السعودي البريطاني	3.42	السعودي البريطاني	3.7	العربي الوطني
2.89	اتحاد الاتصالات	3.27	اتحاد الاتصالات	3.14	السعودي الفرنسي	2.87	السعودي الهولندي
2.51	السعودي الفرنسي	3.03	السعودي الفرنسي	2.41	العربي الوطني	2.58	اسمنت الجنوب
2.20	سافكو	2.68	الوطني العربي	1.68	سافكو	1.97	اسمنت السعودية
<b>71.99</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>79.6</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>71.72</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>65.29</b>	<b>الإجمالي</b>
النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية حتى 2009/06/30	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2008	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2007	النسبة (%)	أكبر عشر مؤسسات من حيث القيمة السوقية لعام 2006
17.52	سابك	16.71	سابك	25.5	سابك	21.46	سابك
9.59	الاتصالات	10.62	الاتصالات	9.03	الراجحي	13.5	الاتصالات
8.76	الراجحي	9.09	الراجحي	8.61	الاتصالات	10.63	الراجحي
3.7	كهرباء السعودية	4.99	سامبا	5.55	سامبا	6.84	سامبا
3.5	سامبا	4.17	كهرباء السعودية	4.05	المملكة	4.42	كهرباء السعودية
3.43	الرياض	3.44	الرياض	3.35	السعودي الفرنسي	3.8	السعودي الفرنسي
3.19	ساب	3.2	المملكة	3.16	كهرباء السعودية	3.6	ساب
2.84	المملكة	2.43	سافكو	3.05	الرياض	3.29	الرياض
2.71	السعودي الفرنسي	2.35	اتحاد الاتصالات	2.83	العربي الوطني	2.9	العربي الوطني
2.64	سافكو	2.19	العربي الوطني	2.76	ساب	2.12	اتحاد الاتصالات
<b>57.88</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>42,48</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>67.89</b>	<b>الإجمالي</b>	<b>72.56</b>	<b>الإجمالي</b>

من خلال عرض الجدول السابق نلاحظ التحسن في مؤشر تمرکز سوق الأسهم السعودية في سنة

2008 حيث بلغت نسبة أكبر عشر مؤسسات مدرجة من القيمة السوقية 42.48% مقارنة بـ 67.89%

في سنة 2007 و هذا تحسن معتبر في مؤشر تمرکز السوق، مع الإشارة إلى تذبذب المؤشر (ارتفاعاً و

انخفاضاً) في الفترة بين 2002 و 2005.

### 4.2.3.4. مؤشر رشادة المستثمر

في إطار سعي الهيئة الدائم إلى توعية المستثمرين وانطلاقاً من إيمانها بأن توعية المستثمر هي جزء لا يتجزأ من حماية المستثمر علاوة على أن غياب الوعي الاستثماري من شأنه زيادة مخاطر السوق والتأثير في كفاءتها ، أولت الهيئة منذ إنشائها أهمية كبيرة لتوعية المستثمر من خلال فتح عدة قنوات للتوعية بالاستثمار في سوق الأسهم السعودية .وقامت الهيئة بتنفيذ أربع أنشطة رئيسية:

- النشاط الأول :نشر الأخبار والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة على موقع الهيئة الالكتروني، بهدف ضمان وصول المعلومة إلى جميع المستثمرين في آن واحد .و يمكن عرض عدد زوار موقع هيئة السوق المالية الالكتروني عامي 2007 م و 2006 م بحسب التوزيع الجغرافي في الآتي:

- انخفض عدد زوار موقع الهيئة الالكتروني بنسبة % 48 تقريباً عام 2007 م مقارنة بالعام 2006م حيث بلغ نحو 778 ألف زائر مقارنة بمليون و 500 ألف زائر تقريباً عام 2006 م.
- بلغ عدد زوار موقع الهيئة الالكتروني من خارج المملكة نحو 81 ألف و 600 زائر يمثلون % 10 تقريباً من إجمالي الزوار، و بلغ عدد الزوار من خارج المملكة 117 ألف و 900 زائر تقريباً عام 2006م.من إجمالي 81.646 زائر خارج المملكة عام 2007 م، بلغت نسب عدد زوار الموقع من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي والدول العربية والدول الأجنبية % 30.09، 19.69 %، % 50.22 على التوالي.

- النشاط الثاني :نشر المواد الإعلامية التي تتناول شرح وتفسير قرارات مجلس الهيئة وزيادة الوعي بمضامينها تعاونت الهيئة مع أجهزة الإعلام المتاحة المرئية والمقروءة بتقديم ما يزيد على 70 مادة إعلامية لشرح وتفسير الأخبار والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة، وشملت هذه المواد الإعلامية ظهور بعض موظفي الهيئة المباشر على القنوات التلفزيونية، وكذلك البيانات والتقارير والمقالات الصحفية، كذلك تناولت تلك المواد الإعلامية قضايا رئيسية شملت اللوائح التنفيذية الجديدة، والاكنتابات وبناء سجل الأوامر الخاص بها، وهيكله قطاعات السوق المالية والمؤشر العام، ومركز توعية المستثمر، ودور الأشخاص المرخص لهم.

- النشاط الثالث :تلقي استفسارات الإعلاميين والمواطنين وشكاواهم والإجابة عنها من خلال ثلاث قنوات؛ الهاتف، والفاكس، والبريد الالكتروني .

- النشاط الرابع: برامج توعية المستثمر

واصلت الهيئة تنفيذ إستراتيجيتها نحو برامجها المتعلقة بتوعية المستثمر، وركزت خلال العام 2007 على تنفيذ أهداف توعية المستثمر متوسطة وطويلة الأجل، ومن البرامج التي قامت بها الهيئة خلال عام 2007 لتوعية المستثمر:

- إكمال إصدار سلسلة كتيبات توعية المستثمر: انتهت الهيئة من توزيع الكتيب السادس من سلسلة كتيبات توعية المستثمر، بعنوان " نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية"، ووُزِع الكتاب على محافظ جميع المستثمرين بالسوق المالية، ووفرت أعداد كبيرة منه في صالات التداول بالتعاون مع البنوك المحلية.

- تدشين مركز توعية المستثمر على شبكة الانترنت: دشن مشروع مركز توعية المستثمر على شبكة الانترنت بتاريخ 2007/6/15م، ويشمل ثلاثة أجزاء رئيسية هي:

- موقع توعية المستثمر: وهو موقع تفاعلي متكامل لتعليم قواعد و أصول الاستثمار في الأسواق المالية، ويعد الأول من نوعه باللغة العربية، ويشتمل الموقع على شرح أكثر من 65 موضوعاً من مواضيع الثقافة الاستثمارية، تم إخراجها بأسلوب وتصميم مبسط يتناسب مع مختلف شرائح المتعاملين في السوق المالية، وينقسم الموقع إلى أربعة عناصر رئيسية:

- العنصر الأول: عرض لنظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية.
- العنصر الثاني: قراءة القوائم المالية.
- العنصر الثالث: شرح أساسيات الاستثمار.
- العنصر الرابع: كيفية بناء المحفظة الاستثمارية.

وُدعم الموقع بحاسبات إلكترونية تساعد المتصفح على حساب النسب المالية الضرورية.

- كتيبات توعية المستثمر: حوّلت الهيئة كتيبات توعية المستثمر السنة إلى صيغة إلكترونية لتسهيل وصول جميع المستثمرين إليها، بحيث يتمكن المتصفح من قراءة محتويات الكتيبات مباشرة على موقع مركز توعية المستثمر أو تحميلها وطباعتها.

- محاضرات ورش عمل توعية المستثمر

- قامت الهيئة بتسجيل حي لوحد وثمانين ورشة عمل توعية المستثمر التي عُقدت ضمن نشاط توعية المستثمر لعام 2006 م و أُلحقت بمركز توعية المستثمر، وقد صممت الهيئة ونفذت حملة إعلانية واسعة بهدف التعريف بمركز توعية المستثمر، ومحتوياته، والميزات والخصائص التعليمية التي يتمتع بها. و شملت الحملة 83 إعلاناً في القنوات الفضائية، و 41 إعلاناً في الصحف المحلية.

ويعرض الجدول (23) عدد زوار العناصر الثلاثة الرئيسية لمركز توعية المستثمر عام 2007 م. [119]

الجدول رقم (23) عدد زوار مركز توعية المستثمر لعام 2007 م المصدر: [133]

عناصر المركز	عدد الزوار	معدل عدد الزوار شهرياً
الموقع	6649	1023
ورش العمل	53155	4430
كتيبات	2865	441
الإجمالي	62669	-

ويمكن إبراز أهم نتائج الجدول في الآتي:

- زار مركز توعية المستثمر نحو 63 ألف زائر؛ منهم 53 و 155 لورش العمل و 6649 لموقع توعية المستثمر و 2865 لكتيبات توعية المستثمر.
- بلغ معدل عدد زوار ورش العمل شهرياً نحو 4430 زائراً، وبلغ المعدل لموقع توعية المستثمر 1023 زائراً تقريباً.

- تقييم مهارات ووعي المستثمرين بتقنيات التعامل في السوق :

يوضح الجدول رقم (24) تقييم الأفراد لمدى مهاراتهم وخبراتهم في التعامل في سوق الأسهم، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (24) تقييم درجة وعي المستثمرين بتقنيات التعامل في سوق الأسهم المصدر: [133]

البيان	امتلاكها بشكل كبير		امتلاكها إلى حد ما		لا أعرفها ولا أمتلكها	
	تكرار	%	تكرار	%	تكرار	%
التحليل الفني للأسهم	14	9	88	57	52	34
التحليل الأساسي للأسهم	22	15	94	62	35	23
تنفيذ الأوامر المفتوحة بالسوق	28	20	86	61	27	19

ومن المفترض في التعامل في سوق الأسهم أن يكون ليس ملماً أو على إدراك، ولكن من المفترض أن يكون محترفاً لمهارات التحليل الفني، والتحليل الأساسي، بجانب ضرورة إلمامه بالعديد من

الطرق والأساليب التي ينفذ من خلالها عمليات البيع والشراء. فهناك على سبيل المثال أوامر بيع وشراء متعددة، منها التداول بسعر السوق أو أوامر البيع والشراء المفتوحة، وغيرها.

لذلك، تفترض هذه الورقة أن المستثمر الذي لا يعرف تلك الأدوات أو الذي لا يمتلك مهارات التعامل معها، أو حتى الذي يمتلك تلك المهارات بشكل متوسط يعد بمثابة مستثمر غير واعي. بمعنى أنه لا يمتلك الوعي الكافي للتعامل في هذا السوق. ويرجع ذلك إلى أن الخطأ أو سوء التخطيط لأي سبب من أسباب عدم الوعي مهما كان صغيراً قد ينجم عنه آثار خطيرة في التعامل في سوق الأسهم، بحيث قد تصل هذه الآثار إلى حد ضياع أصل رأس مال المستثمر.

بالتحديد، يوضح الجدول رقم (25) أن تقييم الأفراد لمستويات مهاراتهم وخبراتهم كان يعبر عن افتقارهم إلى حد ما للمهارات الأساسية المطلوبة للتعامل في سوق الأسهم، حيث أن نحو 34% من المتعاملين في السوق أفادوا بأنهم لا يعرفون شيئاً عن التحليل الفني للأسهم، وأن نحو 23% لا يعرفون شيئاً عن التحليل الأساسي، في حين أن نحو 19% لم يعرفوا كيفية تنفيذ الأوامر المفتوحة في السوق. بل من الهام جداً ذكر أن النسبة الكبيرة من كافة الردود أفادت بأنها تمتلك هذه المهارات الثلاثة إلى حد ما أو بشكل متوسط، أي أنها لا تحترفها أو لا تمتلكها بشكل كبير.

ولما كان سوق الأسهم يتصف بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، كما أن التعامل الكفاء في هذا السوق والقدرة على تحقيق أرباح فيه تستلزم أن يتصف هؤلاء المتعاملين بالفعالية، فإنه يفترض أن يكونوا على قدر كبير من الوعي بتقنيات التعامل، أي أنه لا يكفي معرفتهم بالتقنية، ولكن يتطلب امتلاك مهارة التعامل معها. لذلك، فإن هذه الدراسة تفترض أن من يمتلك تلك التقنيات بشكل متوسط على أنه لا يتعامل بالكفاءة المطلوبة في السوق. لذلك، إذا تم إضافة نسب من لا يعرفون هذه التقنية ولا يمتلكونها إلى نسب من يمتلكونها إلى حد ما يكون الناتج سلبي للغاية، وفي غير صالح كفاءة ووعي المستثمرين في السوق المحلي، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (25): مدى وعي المستثمرين في سوق الأسهم المحلية المصدر: [133]

البيان		وعي المستثمر		عدم وعي المستثمر	
		تكرار	%	تكرار	%
التحليل الفني للأسهم	14	9	140	91	
التحليل الأساسي للأسهم	22	15	129	85	
تنفيذ الأوامر المفتوحة بالسوق	28	20	113	80	

يتضح من الجدول رقم (25) أن درجة وعي المستثمرين في سوق الأسهم المحلية جاءت متدنية للغاية، حيث أن درجة وعيهم بالتحليل الفني بلغت نحو 9%، في حين أن درجة وعيهم بالتحليل الأساسي وتنفيذ الأوامر المفتوحة لم تتجاوز نحو 15% و20% على التوالي. وعليه، فيمكن صياغة الجدول رقم (26) في شكل مجمع لمدى وعي المستثمر بتقنيات التعامل في السوق من خلال تجميع نسب تقييم هذا الوعي للتقنيات الثلاثة المفترضة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (26): تقييم مدى وعي المستثمرين في سوق الأسهم المصدر: [133]

البيان	تكرار	%
وعي المستثمر	64	14.3
عدم وعي المستثمر	382	85.7
<b>الإجمالي</b>	<b>446</b>	<b>100</b>

يتضح من الجدول رقم (27) أن نسبة 85.7% من إجمالي الردود والإجابات جاءت تعبر عن عدم امتلاك المتعاملين في السوق للمهارات والخبرات الضرورية للاستثمار في السوق، في حين أن نحو 14.3% فقط هم من يمتلكون هذه المهارات. [131]

#### 5.2.3.4: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق

يعد تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي من أهم المؤشرات الدالة على تطور كفاءة سوق الأوراق المالية، وتعرف البنية المؤسسية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية على أنها مجموع التشريعات والمحددات المتعلقة بالمعلومات المنشورة وبنية الضرائب وتنظيمات الاستثمار في السوق.

وقد عرفت سوق الأسهم السعودية تطور في البيئة التنظيمية و المؤسسية للسوق، ففي غضون فترة زمنية قصيرة قامت هيئة السوق المالية – منذ تأسيسها عام 2004- بوضع أنظمة وتعليمات رفيعة المستوى تحاكي المعايير المعمول بها عالمياً، وقد تميزت تلك الأنظمة والتعليمات بتوفير الآليات المناسبة التي يكفل تطبيقها تحقيق الأهداف التي وضعت لأجلها، وتتضمن تلك القواعد التسجيل والإدراج، ولائحة الأوراق المالية ولائحات سلوكيات السوق، كما تضمنت تلك اللوائح لائحة الأشخاص المرخص لهم ولائحة الأوراق المالية.

وقد نصبت اهتمامات هذه اللوائح في مجموعها إلى توفير متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال التأكيد على وجود وسطاء ماليين على درجة عالية من الخبرة والنزاهة، والتأكيد على قدرة

هؤلاء الوسطاء على تقديم النصح والمشورة للمتعاملين، كما هدفت هذه اللوائح إلى التحقق من استيفاء المؤسسات المدرجة لكافة متطلبات الإفصاح وحماية مصالح المستثمرين من خلال تقديم البيانات على قاعدة ثابتة من التكافؤ.

#### 6.2.3.4. مؤشر عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرصاً متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في سوق الأوراق المالية إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار في الأوراق المالية.

ويمكن معرفة مدى تطور مؤشر عدالة سوق الأسهم السعودية من خلال متابعة رضا المتعاملين و عدد الشكاوى و المنازعات، ويبيّن الجدول (27) عدد الشكاوى التي تسلمتها الهيئة للفترة 2006-2008 عبر مختلف القنوات مصنفة بحسب نوع الشكاوى وتشمل؛ عمليات تنفيذ، تسهيلات وعقود مرابحة، صناديق استثمارية، محافظ استثمارية، أو شكاوى أخرى:

الجدول رقم (27) عدد الشكاوى التي تلقتها الهيئة مصنفة بحسب نوعها للأعوام 2006 و 2007

و 2008 المصدر: [119] [131]

2008		2007		2006		نوع الشكاوى
النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	
51%	227	55%	399	60.5%	1101	عمليات التنفيذ
3%	12	12.8%	93	5%	90	تسهيلات و عقود مرابحة
10%	43	9%	65	2%	37	صناديق استثمارية
21%	93	7.5%	54	3.2%	58	محافظ استثمارية
15%	69	15.7%	114	29.3%	532	شكاوى أخرى
100%	444	100%	725	100%	1818	المجموع

ويمكن إبراز أهم نتائج تصنيف تلك الشكاوى في الآتي:

- عدد وتصنيف الشكاوى عام 2007 م مقارنة بالعام 2006 م
- بلغ إجمالي عدد الشكاوى المتسلمة في عام 2007 م عبر مختلف القنوات 725 شكاوى بانخفاض مقداره % 150.9 عن العام 2006 م حينما كان عددها 1818 شكاوى.
- جاءت الشكاوى المتعلقة بعمليات التنفيذ في المرتبة الأولى عدداً في عامي 2007 م و 2006 م، إذ كانت نسبتها % 55 من إجمالي الشكاوى لعام 2007 م و % 60.5 لعام 2006 م.
- عدد وتصنيف الشكاوى عام 2008 م مقارنة بعام 2007 م

يعرض الجدول (27) عدد الشكاوى التي تسلمتها الهيئة خلال عام 2008 م مقارنة بعام 2007 م عبر مختلف القنوات مصنفة بحسب نوع الشكاوى :عمليات التنفيذ؛ تسهيلات وعقود مرابحة؛ صناديق استثمارية؛ محافظ استثمارية ؛ شكاوى أخرى .ويمكن تلخيص أهم نتائج تصنيف تلك الشكاوى في الآتي:

- بلغ إجمالي عدد الشكاوى المتسلمة في عام 2008 م عبر مختلف القنوات 444 شكاوى بانخفاض مقداره % 39 عن عام 2007 م حين كان عددها 725 شكاوى.
- جاءت الشكاوى المتعلقة بعمليات التنفيذ الأعلى عدداً في عامي 2008 م و2007م، إذ وصلت نسبتهما إلى % 51 و % 55 على التوالي.
- أتت الشكاوى المتعلقة بالتسهيلات وعقود ومرابحة الأقل عدداً في عام 2008م بنسبة %3 ، وجاءت شكاوى المحافظ الاستثمارية الأقل في عام 2007م إذ بلغت نسبتها %7

ومن خلال تحليل إحصائيات الجدول رقم (28) يتبين أن عدد الشكاوى في تناقص مستمر عبر السنوات و هذا مؤشر جيد على تطور مؤشر عدالة سوق الأسهم السعودية.

#### 4.4. مساهمة الإفصاح بالقوائم المالية في دعم متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية

بعد أن قدمنا متطلبات الإفصاح المالي التي فرضتها هيئة السوق المالية على المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية ومدى الالتزام بهذه المتطلبات من قبل المؤسسات المدرجة، وعرض مفصل لتطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية، سنبحث في هذا المبحث اثر الإفصاح بالقوائم المالية على متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية، وذلك من خلال المطالب التالية:

- الالتزام بالإفصاح بالقوائم المالية وإجمالي حجم التداول؛
- الأداء المالي للمؤسسات المدرجة وكفاءة تسعير الأسهم ؛
- الأداء المالي للمؤسسات المدرجة وأحجام التداول على أسهمها.

#### 1.4.4. الالتزام بالإفصاح بالقوائم المالية وإجمالي حجم التداول

بيننا في الفصل الثالث بأن المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية تساعد في اتخاذ قرار الاستثمار وزيادة ثقة المستثمرين، ويمكن التأكد من التحسن في هذه الثقة من عدمها من خلال متابعة أحجام التداول على الأسهم ،لهذا سنقوم بدراسة العلاقة بين مدى الالتزام المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية بمتطلبات الإفصاح بالقوائم المالية المحددة من طرف هيئة السوق المالية بالتعاون مع الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (عدد القوائم المالية المفصح عنها ؛ عدد القوائم المالية التي لم ترد

عليها تحفظات) وحجم التداول السنوي على أسهم المؤسسات المدرجة، كل هذا من خلال الفرعين التاليين:

- أهمية المعلومات المالية في القرار الاستثماري في سوق الأسهم السعودية؛
- أثر التزام الإفصاح بالقوائم المالية على إجمالي حجم التداول.

#### 1.1.4.4. أهمية المعلومات المالية في القرار الاستثماري في سوق الأسهم السعودية

وقد بينت دراسة "عبد اللطيف بن محمد عبدالرحمن باشيخ" التي كانت تحت عنوان "كيفية استثمار المعلومات المحاسبية في سوق الأسهم" مدى أهمية المعلومات المحاسبية في القرار الاستثماري في سوق الأسهم السعودية، حيث أتضح من التحليل أن أغلب المستثمرين أعطوا درجة "أهمية متوسطة" للمعلومات المحاسبية من ناحية تأثيرها على القرار الاستثماري سواء كان ببيع أو شراء الأسهم وذلك بنسبة 8.27% ويأتي في المرتبة الثانية بدرجة "مهم" بنسبة 5.25% وحل في المرتبة الثالثة من ناحية الأهمية للمعلومات المحاسبية ومدى تأثيرها على القرار الاستثماري حيث عبر عنها المستثمر ون بدرجة "مهمة جداً" بنسبة 3.23% بينما يرى 6.5% من المستثمرين عدم أهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية

جدول رقم (28): أهمية المعلومات المحاسبية المصدر: [140]

النسبة (%)	درجة الأهمية
23.3	مهم جداً
25.5	مهم
27.8	متوسط الأهمية
17.8	قليل الأهمية
5.6	غير مهم

وبين جدول رقم (28) أن 13.3% من المستثمرين أن تقرير مجلس الإدارة " جزء من التقارير المالية" لا يمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 22% اعتبرت تقرير مجلس الإدارة مهم جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 29% اعتبرته مهم و23.3% منحتة صفة متوسط الأهمية وقللت نسبة 12.2% من أهمية تقرير مجلس الإدارة في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

كما أعتبر 6.7 % من المستثمرين أن قائمة المركز المالي (الميزانية) لا تمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 34 % اعتبرت قائمة المركز المالي مهمة جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 30 % اعتباراً مهمة ونحو 17 % منحها صفة متوسطة الأهمية وقللت نسبة 12.2 % من أهمية قائمة المركز المالي في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

وكما أعتبر 7.8 % من المستثمرين أن قائمة الدخل لا تمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 26 % اعتبرت قائمة الدخل مهمة جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 33 % اعتباراً مهمة ونحو 22.2 % منحها صفة متوسطة الأهمية وقللت نسبة 11.1 % من أهمية قائمة الدخل في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

وكما أعتبر 11.1 % من المستثمرين أن قائمة التدفقات النقدية لا تمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 22 % اعتبرت قائمة التدفقات النقدية مهمة جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 29 % اعتباراً مهمة و نحو 21.1 % منحها صفة متوسطة الأهمية وقللت نسبة 12.7 % من أهمية قائمة التدفقات النقدية في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

وكما أعتبر 7.8 % من المستثمرين أن قائمة الأرباح المحتجزة لا تمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 27 % اعتبرت قائمة الأرباح المبقاة مهمة جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 27 % اعتباراً مهمة ونحو 22.2 % منحها صفة متوسطة الأهمية وقللت نسبة 15.6 % من أهمية قائمة الأرباح المبقاة في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

وكما أعتبر 17.8 % من المستثمرين أن تقرير مراجع الحسابات لا يمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 17 % اعتبرت تقرير مراجع الحسابات مهم جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 23.3 % اعتبرته مهم ونحو 23.3 % منحته صفة متوسط الأهمية وقللت نسبة 17.8 % من أهمية تقرير مراجع الحسابات في اتخاذ قرارهم الاستثماري.

وكما أعتبر 20 % من المستثمرين أن الإيضاحات لا تمثل أهمية بالنسبة لقرارهم الاستثماري في شراء أو بيع الأسهم، إلا أن نسبة تجاوزت 15 % اعتبرت الإيضاحات مهمة جداً وساندا في ذلك نسبة قاربت 25 % اعتباراً مهمة ونحو 18.9 % منحها صفة متوسطة الأهمية وقللت نسبة 21.1 % من أهمية الإيضاحات في اتخاذ قرارهم الاستثماري. [140]

جدول رقم (29): أجزاء التقارير المالية و درجة الأهمية المصدر: [140]

درجة الأهمية					أجزاء التقرير
غير مهم	قليل الأهمية	متوسط الأهمية	مهم	مهم جدا	
13.3	12.2	23.3	28.9	22.2	تقرير مجلس الإدارة
6.7	12.2	16.7	30	34.4	قائمة المركز المالي
7.8	11.1	22.2	32.2	26.7	قائمة الدخل
11.1	16.7	21.1	28.9	22.2	قائمة التدفقات النقدية
7.8	15.6	22.2	26.7	27.8	قائمة الأرباح المحتجزة
17.8	17.8	23.3	23.3	17.8	تقرير مراجع الحسابات
20	21.1	18.9	24.4	15.6	الإيضاحات

والخلاصة مما سبق أن أهم جزء في التقارير المالية من حيث اعتماد المستثمرين عند اتخاذ قرارهم الاستثماري في عملية البيع والشراء الأسهم في السوق السعودي كالتالي قائمة المركز المالي وتليه من ناحية درجة الأهمية قائمة الدخل ، بينما تأتي في الدرجة الثالثة تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراجع الحسابات، وكما يأتي في الدرجة الرابعة الإيضاحات، وأخيراً تأتي الإيضاحات من حيث درجة الأهمية .

#### 1.1.4.4. أثر التزام الإفصاح بالقوائم المالية على إجمالي حجم التداول

ويعرض الجدول رقم (30) إحصائيات حول عدد القوائم المالية المفصح عنها و إجمالي حجم التداول السنوي للفترة 2002-2008، الواردة في التقارير السنوية لهيئة السوق المالية والسوق المالية السعودية (تداول).

جدول رقم (30) عدد القوائم المالية المفصح عنها وإجمالي حجم التداول السنوي للفترة 2006-2008.

المصدر: من إعداد الطالب

السنوات	إجمالي حجم التداول السنوي (مليار ريال) (y)	عدد القوائم المالية المفصح عنها (x1)	عدد القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات (x2)
2006	5261.85	77	57
2007	2557.71	111	82
2008	133.787	127	103

يوضح الجدول رقم (31) نتيجة تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد على النموذج الأول:

جدول رقم (31) نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2006 إلى 2008 المصدر: من

إعداد الطالب

$Y = a + b_1 * X_1 + b_2 * X_2 + \epsilon$			
$Y = 11433.60 + 12.13737 X_1 - 124.6724 X_2 + \epsilon$			
		1.000000	r
حيث أن:		1.000000	R Square
Y	إجمالي حجم التداول	11433.60	a
X <sub>1</sub>	عدد القوائم المالية المفصح عنها	12.13737	b <sub>1</sub>
X <sub>2</sub>	عدد القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات	-124.6724	b <sub>2</sub>

ويوضح الجدول (31) أن هناك ارتباطاً قوياً بين إجمالي حجم التداول في سوق الأسهم السعودية والمتغيرات المستقلة التالية وهي: عدد القوائم المالية المفصح عنها وعدد القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات، وذلك بمقدار 1.

#### 2.4.4. أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على كفاءة تسعير الأسهم

تعني كفاءة التسعير مدى توافر المعلومات بسرعة وبتكلفة منخفضة أمام كل المستثمرين حتى يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المستقبلية المؤثرة عليها سواء تتعلق بالاقتصاد العالمي أو الاقتصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وأخيراً المؤسسة المصدرة للورقة المالية.

يعتمد المستثمر عادة عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على تحليل القوائم المالية للوقوف على ما إذا كانت هناك علاقة بين نتيجة نشاط الشركة ومركزها المالي والقيمة السوقية لسهمها في سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بالكثير من المتغيرات المالية مثل القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، ومعدل العائد على حقوق المساهمين. وسنحاول في هذا المطلب للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المالية الشائعة الاستخدام من ناحية، والقيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة، و/ أو ربح السهم عن السنة، و/ أو الربح الموزع للسهم عن السنة، و/ أو

العائد على حقوق المساهمين عن السنة، و/أو عائد الربح الموزع تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة.

- عينة الدراسة: يجب أن تتوافر في العينة قدر من التحكم في العوامل الخارجية الأخرى لقياس محل الدراسة بأكبر قدر من الدقة، ومن أجل تحقيق تلك الدقة فقد تم وضع المعايير اللازمة لاختيار العينة كما يلي:

- أن يكون تاريخ السنة المالية 12/13 حسب السنة الميلادية حتى تتساوى الفرص الوقتية في التفاعل الزمني للأحداث المالية.
- أن تكون البيانات المطلوبة متوفرة على موقع تداول.

وقد وقع الاختيار على المؤسسات الموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (32) المؤسسات المشكلة لعينة الدراسة و القطاعات التي تنتمي إليها المصدر: من إعداد

#### الطالب

المؤسسات	القطاعات	
ساب	المصارف والخدمات المالية	1
سامبا	المصارف والخدمات المالية	2
الراجحي	المصارف والخدمات المالية	3
سابك	الصناعات البتر وكيمياوية	4
الدوائية	الاستثمار الصناعي	5
الإحساء للتنمية	شركات الاستثمار المتعدد	6
المجموعة السعودية	الصناعات البتر وكيمياوية	7
المراعي	الزراعة والصناعات الغذائية	8
اسمنت القصيم	الاسمنت	9
اسمنت ينبع	الاسمنت	10
الكابلات	التشييد والبناء	11
مجموعة استرا الصناعية	الاستثمار الصناعي	12
شركة تبوك للتنمية الزراعية	الزراعة والصناعات الغذائية	13
شركة كيان	الصناعات البتر وكيمياوية	14
شركة رابغ للتكرير والبتر وكيميات	الصناعات البتر وكيمياوية	15

وبينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة وجود تأثير مباشر على سعر السهم لاغلب العوامل ، كما هو موضح في جدول رقم (33)، حيث أن هذه العوامل المؤثرة هي: القيمة الدفترية

للسهم، والعائد على السهم، والربح الموزع للسهم، ومكرر السعر، ومردود الربح الموزع. والعامل الوحيد غير المؤثر هو معدل العائد على حقوق المساهمين.

جدول رقم (33) العوامل المؤثرة و غير المؤثرة على سعر السهم خلال فترة الدراسة للنموذج الأول

المصدر: من إعداد الطالب

العوامل غير المؤثرة	العوامل المؤثرة
معدل العائد على حقوق المساهمين	القيمة الدفترية
/	مكرر السعر
/	الربح الموزع للسهم
/	العائد على السهم
/	معدل مردود الربح الموزع

وقد تم اختيار هذه المقاييس "المؤشرات المالية" لأنها متوفرة و منشورة في موقع تداول، حتى لا تكون هناك صعوبة في حسابها ولا تعذر توفرها للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

ويوضح الجدول رقم (34) نتيجة تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد لكل سنة من سنوات الدراسة على حده.

جدول رقم (34) نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2004 إلى 2008 للنموذج الأول

المصدر: من إعداد الطالب

2008	2007	2006	2005	
0.9847	0.9799	0.9301	0.97757	r
0.969786	0.960269	0.865112	0.955645	R Square
0.957701	0.949433	0.842631	0.937903	Adjusted R Square

يوضح الجدول السابق وفي العمود الخاص بعام 2005 أن هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، الربح الموزع للسهم، مكرر السعر، مردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الثالثة من التحليل وذلك بمقدار 0.97، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.95، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر

95% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 5% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2006 أن هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، مكرر السعر، والتي ظهرت في المرحلة الخامسة من التحليل وذلك بمقدار 0.93، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.86، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 86% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 14% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2007، يبين الجدول (رقم 34) أن هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، العائد على السهم، مكرر السعر، ومردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الرابعة من التحليل وذلك بمقدار 0.97، وكما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.96، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 96% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 4% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2008، يبين الجدول (رقم 34) أن هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، ، والربح الموزع للسهم، ومكرر السعر، ومردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الثالثة من التحليل وذلك بمقدار 0.98، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.97، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 97% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 3% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

ويوضح الجدول رقم (35) نتيجة تحليل التباين للنموذج المقترح لكل سنة من سنوات الدراسة على حده.

جدول رقم (35) تحليل التباين خلال فترة الدراسة 2006 إلى 2008 للنموذج الأول المصدر: من إعداد

#### الطالب

2008	2007	2006	2005	
3	4	5	3	Model
80.24406	88.62075	38.48143	53.86352	F

يتضح من الجدول السابق أن F المحسوبة في عام 2005م بلغت في المرحلة الثالثة للتحليل 53.86352 وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.59) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، ويبين الجدول السابق كذلك أن F المحسوبة في عام 2006م بلغت في المرحلة الخامسة للتحليل 38.48143 وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (4.60) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، ويبين الجدول السابق كذلك أن F المحسوبة في عام 2007م بلغت في المرحلة الرابعة للتحليل 88.62075 وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.89) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، وأخيراً يوضح الجدول (رقم 35)، أن F المحسوبة في عام 2008م بلغت 80.24406 في المرحلة الثالثة للتحليل وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.59) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01. ويوضح الجدول رقم (36) نتيجة دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم للنموذج المقترح لكل سنة من سنوات الدراسة على حده.

الجدول رقم (36) دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم للنموذج المقترح لكل سنة من سنوات

الدراسة على حده للنموذج الأول المصدر: من إعداد الطالب

مكرر السعر	معدل العائد على حقوق المساهمين	القيمة الدفترية	مردود الربح الموزع	الربح الموزع للسهم	العائد على السهم	Constant	Years
94.29788	/	5.525541	91.33572	/	9.546620	-732.1859	2005
18.85442	/	4.551195	/	/	/	-88.43537	2006
14.70222	/	2.180950	/	/	6.150345	-39.76314	2007
21.88383	/	1.902526	-3.114713	3.695904	/	-33.42797	2008

من الجدول السابق يتضح أن النموذج العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم يختلف تأثيرها من سنة إلى سنة أخرى، وفيما يلي نقدم النموذج العوامل المؤثرة لسنوات الدراسة:

في عام 2005 كان النموذج كما يلي:

$$Y = -732.18 + 9.546X_1 + 91.335X_3 + 5.525X_4 + 94.297X_6$$

(-3.530467) (2.249500) (1.999428) (4.500943) (4.777564)

- في عام 2006 كانت النموذج كما يلي:

$$Y = -88.435 + 4.551X_4 + 18.854X_6$$

(-4.405587) (7.342243) (5.345590)

- وفي عام 2007 كانت النموذج كما يلي:

$$Y = -39.763 + 6.150X_1 + 2.180X_4 + 14.702X_6$$

(-2.260989) (2.748098) (3.344481) (3.855947)

- وفي عام 2008 كانت النموذج كما يلي:

$$Y = -33.427 + 3.695X_2 - 3.114X_3 + 1.902X_4 + 21.883X_6$$

(-5.047565) (1.626235) (-2.655921) (4.926845) (8.709927)

حيث أن:

Y	القيمة السوقية للسهم
X <sub>1</sub>	العائد على السهم
X <sub>2</sub>	الربح الموزع للسهم
X <sub>3</sub>	مردود الربح الموزع
X <sub>4</sub>	القيمة الدفترية
X <sub>5</sub>	معدل العائد على حقوق المساهمين
X <sub>6</sub>	مكرر السعر

أما القيم التي بين الأقواس فإنها تعبر عن قيمة T المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة السابق الإشارة إليها.

### 3.4.4. اثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على أحجام التداول على الأسهم

سنحاول في هذا المطلب للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المالية الشائعة الاستخدام من ناحية، وأحجام التداول على السهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة، و/ أو ربح السهم عن السنة، و/ أو الربح الموزع للسهم عن السنة، و/ أو العائد على حقوق المساهمين عن السنة، و/ أو عائد الربح الموزع تساعد على تفسير التغيرات في أحجام التداول على السهم في نهاية السنة.

وقد بينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة عدم وجود تأثير مباشر أحجام التداول على السهم لكل العوامل، كما هو موضح في جدول رقم (37).

جدول رقم (37) العوامل المؤثرة و غير المؤثرة على أحجام التداول خلال فترة الدراسة للنموذج الثاني

المصدر: من إعداد الطالب

العوامل غير المؤثرة	العوامل المؤثرة
القيمة الدفترية	/
مكرر السعر	/
الربح الموزع للسهم	/
العائد على السهم	/
معدل مردود الربح الموزع	/
معدل العائد على حقوق المساهمين	/

حيث يوضح الجدول رقم (38) ضعف الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة:

جدول رقم (38) مصفوفة الارتباط بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة للفترة 2008-2005

للنموذج الثاني المصدر: من إعداد الطالب

2008	2007	2006	2005	
Y	Y	Y	Y	
-0.104462	-0.3324	-0.3847	-0.6232	X <sub>1</sub>
-0.161435	-0.2594	-0.3457	-0.2874	X <sub>2</sub>
-0.145486	-0.1836	-0.3368	-0.5860	X <sub>3</sub>
0.006476	-0.3295	-0.2736	-0.5074	X <sub>4</sub>
-0.212419	-0.2699	-0.3854	-0.6737	X <sub>5</sub>
-0.290613	-0.3038	-0.3335	0.04993	X <sub>6</sub>

يبين الجدول السابق وجود علاقة ارتباط ضعيفة جدا بين المتغير التابع المتمثل في أحجام التداول على الأسهم والمتغيرات المستقلة التالية وهي: القيمة الدفترية، مكرر السعر، الربح الموزع للسهم، العائد على السهم، معدل مردود الربح الموزع، معدل العائد على حقوق المساهمين.

ويوضح الجدول رقم (39) نتيجة تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد لكل سنة من سنوات الدراسة

على حده.

جدول رقم (39) نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج خلال فترة الدراسة 2005 إلى للنموذج الثاني 2008

للمنموذج الثاني المصدر: من إعداد الطالب

2008	2007	2006	2005	
0.5295	0.3993	0.5319	0.874	r
0.280474	0.159519	0.264146	0.764516	R Square
-0.259170	-0.176674	-0.144662	0.587902	Adjusted R Square

يوضح الجدول السابق وفي العمود الخاص بعام 2005 أن هناك ارتباطاً قوياً بين أحجام التداول على السهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، الربح الموزع للسهم، مكرر السعر، مردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الثالثة من التحليل وذلك بمقدار 0.87، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.76، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 76% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 24% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2006 أن هناك ارتباطاً متوسط بين أحجام التداول على السهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، مكرر السعر، والتي ظهرت في المرحلة الخامسة من التحليل وذلك بمقدار 0.53، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.86، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 86% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 14% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2007، يبين الجدول (رقم 38) أن هناك ارتباطاً ضعيف بين أحجام التداول على السهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، العائد على السهم، مكرر السعر، ومردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الرابعة من التحليل وذلك بمقدار 0.97، و كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.96، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 96% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 4% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

وفي العمود الخاص بعام 2008، يبين الجدول (رقم 38) أن هناك ارتباطاً ضعيف بين أحجام التداول على السهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي القيمة الدفترية للسهم، والربح الموزع للسهم، ومكرر السعر، ومردود الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الثالثة من التحليل

وذلك بمقدار 0.98، وكما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) 0.97، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 97% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك 3% من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

ويوضح الجدول رقم (40) نتيجة تحليل التباين للنموذج المقترح لكل سنة من سنوات الدراسة على حده.

جدول رقم (40) تحليل التباين خلال فترة الدراسة 2005 إلى 2008 للنموذج الثاني المصدر: من إعداد

الطالب

2008	2007	2006	2005	
3	4	5	3	Model
0.519739	0.474486	0.646137	4.328753	F

يتضح من الجدول السابق أن F المحسوبة في عام 2005م بلغت في المرحلة الثالثة للتحليل 53.86352 وهي أقل من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.48) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، ويبين الجدول السابق كذلك أن F المحسوبة في عام 2006م بلغت في المرحلة الخامسة للتحليل 38.48143 وهي أقل من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.48) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، ويبين الجدول السابق كذلك أن F المحسوبة في عام 2007م بلغت في المرحلة الرابعة للتحليل 88.62075 وهي أقل من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.48) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01، وأخيرا يوضح الجدول (رقم)، أن F المحسوبة في عام 2008م بلغت 80.24406 في المرحلة الثالثة للتحليل وهي أقل من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (3.48) أو عند مستوى معنوية 0.01 (4.02) مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01.

## خلاصة الفصل:

بعد دراسة الإفصاح بالقوائم المالية ومتطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية، تبين أن كفاءة سوق الأسهم السعودية تتمشى مع الفرضية الضعيفة لكفاءة السوق، حيث تتميز بأحجام تداول وسيولة جيد، لكن تعاني من ضعف رشادة ووعي المستثمرين ونقص مصادر المعلومات وكذا العدد المحدود من مؤسسات المتخصصة في تحليل المعلومات و تقديم الاستشارة للمستثمرين.

كما أن النموذج الإحصائي الأول و متعلق بأثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية، بين أن أسعار الأسهم تتأثر بمؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة، والتي تفصح عنها من خلال القوائم المالية. حيث كان معدل الارتباط و معامل التحديد خلال فترة الدراسة 2005-2008 يتراوح بين 0.95 و 0.98 وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع سفيراً جيداً.

لكن النموذج الثاني و المتعلق بأثر مؤشرات الأداء المالي على أحجام التداول في سوق الأسهم السعودية، بين - استثناء لما توصلنا إليه في الدراسة النظرية- أن مؤشرات الأداء المالي لا تؤثر على أحجام التداول خلال فترة الدراسة 2005-2008، وهذا ربما يرجع إلى احتواء فترة الدراسة على انهيارين في سوق الأسهم السعودية هما أزمة 2006 وأزمة نهاية 2008، الشيء الذي اثر على ثقة المستثمر ورشدتها.

## الخاتمة

بعد تناولنا لموضوع دور الإفصاح المالي في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، توصلنا إلى أن أسواق الأوراق المالية تمثل أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمؤسسات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي منها أن تتيح قدراً كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وحتى تعمل سوق الأوراق المالية بكفاءة، لا بد من توفير المعلومات لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبياً، وتقليل الفاصل الزمني بين وصول المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية.

وبناء على هذا المفهوم فرقنا بين الكفاءة الكاملة القائمة على أساس عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن الأسهم، والكفاءة الاقتصادية التي تقتضي بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل القيمة الاسمية تختلف عن القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل.

ولتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لا بد من توفير مجموعة من المتطلبات مجتمعة، متمثلة في توفير المعلومات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، والسيولة التي تعتبر أحد الأهداف العامة من

وجهة نظر المستثمرين، والتي تعني المقدرة على بيع الأوراق المالية بسرعة وبسعر لا يختلف كثيرا عن آخر سعر بيعت به طالما لم ترد معلومات جديدة.

إضافة إلى عدالة السوق التي تتيح فرص متساوية لجميع المستثمرين فيما يخص توفير المعلومات وإبرام الصفقات، مع اتسام تعاملات هؤلاء المستثمرين بالرشادة من خلال السعي لتعظيم المنفعة، كذلك يجب أن تتوفر سوق الأوراق المالية على هيكل مؤسسي وتنظيمي وتشريعي يساعد على تحسين الكفاءة.

ويمكن تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الإفصاح المالي، الذي يعني إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو الهوامش أو الملاحظات أو الجداول المتممة في الوقت المناسب، فالإفصاح بالقوائم المالية -الذي يعد أحد أنواع الإفصاح - يساهم في تحسين الكفاءة من خلال توفير المعلومات عن المؤسسة المدرجة لاتخاذ القرارات الاستثمارية بعد دراسة الوضعية المالية والأداء المالي ودراسة العائد والمخاطرة.

### الإجابة عن الفرضيات

الفرضية الأولى: تعتبر جودة القوانين و اللوائح التنظيمية بما فيها الإفصاح أساس نجاح سوق الأوراق المالية في تادية وظائفها.

من خلال الفصل الأول تبين صحة الفرضية الأولى، لأن هذه التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية تعتبر حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، إذ تسمح بتحديد المهام وصلاحيات المتدخلين؛ تنظيم عملية التداول وانتقال الملكية؛ تسهيل سرعة المعاملات؛ توفير الحماية اللازمة للمستثمرين، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار، هذا بالإضافة إلى توفير المناخ الاستثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي.

الفرضية الثانية: يتحدد مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بنوعية المعلومات التي تعكسها.

بعد الانتهاء من الفصل الثاني تبين أيضا أن الفرضية الثانية صحيحة، لان المعلومات من أهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، وكفاءة السوق تتحدد حسب المعلومات التي تعكسها، والتي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، كما أن محتوى المعلومات الذي تعكسه السوق هو الذي يحدد قوتها فيما إذا كانت ضعيفة؛ شبه قوية؛ قوية.

الفرضية الثالثة: تعتبر القوائم المالية المفصح عنها أداة لتحسين متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

بيننا في الفصل الثالث صحة هذه الفرضية لأن المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية التي تفصح بها المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، تساعد في تحسين متطلبات كفاءة هذه السوق من خلال تحسين كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل التي تقاس بأحجام التداول وتكاليف الصفقات، كما تساهم القوائم المالية في زيادة ثقة المستثمرين وترشيد قراراتهم الاستثمارية وبالتالي الوصول إلى التخصيص الأمثل للأموال المستثمرة، وكل هذا يساعد في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفرضية الرابعة: يساهم الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودية، فقد تم تجزئتها إلى ثلاث فرضيات فرعية.

الفرضية الفرعية الأولى: كفاءة سوق الأسهم السعودية تتماشى مع الفرضية القوية لكفاءة السوق.

بعد دراسة كفاءة سوق الأسهم السعودية في الفصل الرابع، وبعد وصف وتحليل متطلبات كفاءتها تبين عدم صحة هذه الفرضية لأن سوق الأسهم السعودية تتوفر فيها شروط الصيغة الضعيفة الكفاءة، وتميل في بعض المتطلبات إلى الصيغة المتوسطة، إذ تعاني من نقص مصادر المعلومات؛ النقص في مؤسسات الاستشارة والتحليل؛ ضعف رشادة المستثمر الفرد.

الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة بين تغير سعر أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وأداءها المالي.

من خلال النموذج الإحصائي الأول تبين صحة هذه الفرضية حيث اثبت النتائج وجود تأثير لمؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على كفاءة التسعير من خلال تحديدها لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية خلال للفترة 2005-2008.

الفرضية الفرعية الثالثة: توجد علاقة بين تغير حجم التداول على أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وأداءها المالي.

من خلال النموذج الإحصائي الثاني تبين عدم صحة هذه الفرضية حيث اثبت النتائج عدم وجود تأثير لمؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على أحجام التداول على الأسهم في سوق الأسهم السعودية خلال للفترة 2005-2008.

وعليه وبناء على الأهداف المحددة من هذه الدراسة، ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

## نتائج عامة:

- توفر سوق الأوراق المالية للمؤسسات المقيدة بها موردا تمويليا إضافيا، كما تساهم في تطوير هذه المؤسسات من خلال ما تفرضه عليها من واجبات أهمها تقديم معلومات للمستثمرين والمساهمين، وبالتالي تكسب اسما معروفا لدى الجمهور المكتتب في أسهمها.
- تقييم الأداء المالي للمؤسسات مصدرة الأسهم يمكن المستثمر من متابعة نشاطها وأداءها، ومن ثم التخصيص الأمثل لموارده وزيادة نمو الاستثمار في الأوراق المالية.
- يعد الإفصاح المالي الواجب على المؤسسة المدرجة مصدرا مهما من مصادر المعلومات في سوق الأوراق المالية، لأنه يوفر معلومات عن الوضعية المالية والأداء المالي للمؤسسة مصدرة الورقة المالية.
- تعتمد أهمية الإفصاح المالي على دقة وعدالة المعلومات، وتوقيته المناسب لاتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.
- الاهتمام بتقييم وتحليل الأوراق المالية للمساهمة في ترشيد القرارات الاستثمارية، حيث يمثل كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني أهم الأدوات التي تساعد المستثمرين على معرفة المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية، ومن ثم استخدام هذه المعلومات في بناء قراراتهم الاستثمارية.
- تتمثل المرتكزات الرئيسية في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية في الجوانب المتعلقة بالكفاءة التنظيمية والتقنية والإعلامية، ومن أهم المتطلبات التي تساهم في تحقيق الكفاءة هي كفاءة نظام المعلومات، توفر السوق على هامش معتبر من السيولة حتى يتم إبرام الصفقات بسرعة، انخفاض تكلفة المعاملات حتى يتم ضمان استمرارية تبادل الأوراق المالية، عدالة السوق حتى تتاح الفرص لجميع المستثمرين، رشادة سلوك المستثمر وتوفير درجة معينة من الأمان والانضباط بين المتعاملين حتى يتم ضمان المنافسة بينهم.
- تتباين كفاءة السوق وفقا للمعلومات الخاصة بها، مما يمكن التميز بين ثلاثة صيغ للكفاءة، منها الصيغة الضعيفة والتي تعتبر أن المعلومات التاريخية عن الأوراق المالية هي التي تنعكس مع أسعارها، والصيغة المتوسطة التي تعتبر أن جميع المعلومات التاريخية والحالية تنعكس على أسعار الأوراق المالية، أما الصيغة القوية فتستند إلى أن جميع المعلومات العامة والخاصة ومنها التاريخية والحالية والمستقبلية تنعكس على أسعار الأوراق المالية، وهو الشيء الذي يصعب تحقيقه حتى في أسواق الأوراق المالية العالمية، ليبقى التسليم بالصيغة الضعيفة ومتوسطة القوة بالنسبة لبعض البورصات المتطورة.
- هناك مجموعة من المؤشرات تهتم بقياس درجة كفاءة سوق الأوراق المالية، منها حجم السوق التي تعد مؤشر على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والذي يربط بعدد الشركات المسجلة في

البورصة، ومعدل الرسملة البورصية، إضافة إلى مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التذبذب في العوائد، ومؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، فمن خلال تحسن هذه المؤشرات يعد دلالة على ارتفاع درجة كفاءة سوق الأوراق المالية التي تؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد وتنمي الاستثمار في الأوراق المالية.

- يساعد الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة التشغيل من خلال زيادة حجم التداول والسيولة، نتيجة لزيادة ثقة المستثمر بعد توفر المعلومات الدقيقة والملائمة، وكذا تخفيض تكاليف الصفقات نتيجة لزيادة أحجام التداول.
- يساعد الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة التسعير من خلال توفير معلومات تعكس الوضع الحقيقي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

### نتائج دراسة الحالة:

- عرفت سوق الأسهم السعودية تطور ملحوظ من ناحية القوانين التنفيذية واللوائح التنظيمية، وتحسن في مؤشرات: المؤسسات المدرجة؛ الرسملة البورصية؛ مؤشر السيولة؛ حجم وقيمة التداول.
  - التحسن في مدى الالتزام بمتطلبات الإفصاح المالي المحددة من طرف هيئة السوق المالية.
  - نقص المؤسسات المتخصصة في التحليل والاستشارة بسوق الأسهم السعودية رغم حجمه والحاجة الماسة لتقديم تقارير وتحليلات وبيانات عن السوق والمؤسسات المدرجة فيه، وقد تخصصت بعض المؤسسات في هذا المجال وساهمت بشكل ايجابي في رفع مستوى الوعي الاستثماري وإن كان جهدها محدودا نظرا لمحدودية مواردها مقارنة بالبنوك والمؤسسات المالية الكبرى.
  - تحسن متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة 2005-2008.
  - انخفاض ثقة المستثمرين في سوق الأسهم السعودية نتيجة التوتر والخوف من المخاطر بسبب رواج سوق الشائعات وغياب الشفافية والآثار المترتبة عليها، وخاصة بعد خسائر عام 2006.
  - أثبتت الدراسة تأثير المؤشرات المالية على أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية.
- وبناء على النتائج المتواصل إليها، يمكن اقتراح بعض التوصيات التي نراها ضرورية ومنها ما يلي:

### الاقتراحات الخاصة بسوق الأسهم السعودية:

- أهمية تقيد المؤسسات بلائحة حوكمة الشركات لما في ذلك من مصلحة للمؤسسات ومساهمتها وكافة الأطراف الأخرى المستفيدة من القوائم المالية.
- ضرورة استمرار هيئة سوق المال في جهودها عن طريق متابعة ما قامت به الشركات المساهمة للتقيد بلائحة حوكمة الشركات.
- يجب على الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين أن تلزم مراجعي الحسابات بضرورة التأكد من قيام المؤسسات بالإفصاح ونشر المعلومات المالية المتعلقة بالنسب والمؤشرات المالية، والتي أثبتت الدراسة فائدتها.
- يجب على هيئة السوق المالية أن تلزم المؤسسات بنشر مجموعة موحدة من النسب المالية مع التقارير الربع سنوية والسنوية.
- استمرار البحوث التطبيقية للكشف عن مدى إفصاح الشركات المساهمة وتوافقها مع لائحة حوكمة الشركات.

#### الاقتراحات العامة:

- تكثيف التوعية بأهمية المعلومات المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية.
- رفع الكفاءة التسعيرية للسوق وذلك من خلال تطوير نظم المعلومات، إذ يجب أن تعكس هذه المصادر كافة المعلومات والتحليل التي تتعلق بجميع الجوانب التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية على مستوى المؤسسات المدرجة، وعلى مستوى الاقتصاد الوطني والقطاعات، والتي تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية.
- ضرورة إلزام المؤسسات بمعايير الإفصاح المقررة قانوناً، ولن يتحقق هذا إلا بالعمل على رفع الوعي الاستثماري لدى إدارة هذه المؤسسات والهيئات المشرفة على السوق، باستخدام حقها القانوني في أعمال اللوائح التنظيمية بشكل صارم على المؤسسات التي لا تستوفي متطلبات الإفصاح المقررة قانوناً.
- ضرورة قيام المؤسسات المدرجة بنشر مجموعة موحدة من النسب المالية مع التقارير الربع سنوية والسنوية حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه المؤسسات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم، ويجب أن تتضمن النسب التالية: العائد على السهم، ومكرر السعر، والربح الموزع للسهم، ومردود الربح الموزع، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، والدفترية للسهم.
- توعية المستثمرين الأفراد ممن خلال إعداد ونشر مجلات وكتب متخصصة في الاستثمار في سوق الأوراق المالية، تعد من طرف هيئة السوق المالية لتعريفهم بطرق الاستثمار بسوق

الأوراق المالية؛ قراءة القوائم المالية؛ مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛ حقوق وواجبات حاملي الأسهم...

- توفير وتفعيل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية، بهدف تقديم الخدمات للمستثمرين وخصوصاً صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

## آفاق البحث

وفيما يخص آفاق البحث ومساهمة منا في إثراء هذا الموضوع يمكن اقتراح المواضيع التالية:

- اثر تقرير مدقق الحسابات على ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية
- دور الإفصاح و الشفافية في تخفيض تكلفة رأس المال.
- المستثمر المؤسس و دوره في تعزيز حوكمة الشركات .

وكغيره من الأبحاث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، متمنين أن تكون مساهمة في توسيع آفاق البحوث في مثل هذا الموضوع الذي تحتاج إليه مكاتبنا الجامعية لتنشيط وتحسين كفاءة بورصة الجزائر.

والله نسأل أن نكون قد وفقنا لما كنا نصبوا إليه والحمد لله أولاً و آخراً.

## قائمة المراجع

1. السيد جودة، صلاح. بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، الإسكندرية:مكتبة الإشعاع الفنية والنشر، (2000)،
2. عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجمعية ، (2005).
3. معروف، هوشيار. الاستثمارات والأسواق المالية، عمان:دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، (2003).
4. محفوظ، جبار. البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية , الجزء الأول، الجزائر العاصمة: دار هومه،(2002) .
5. زياد، رمضان. مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، عمان: دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، (2002).
6. A.Choinel. G.Rouyer, Les marchés financiers ( structures et acteurs), Paris: Edition Revue Banque, 8<sup>ème</sup> Edition, (2003).
7. سويلم، محمد. إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، مصر:الشركة العربية للنشر والتوزيع، بدون سنة طبع.
8. محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الوفاء للطباعة والنشر، 2000.
9. محمود الشراوره. الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية )، عمان:دار وائل، (2008).
10. عطا غنيم، حسين. دراسات في التمويل، القاهرة:المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، (2005).
11. سعيد توفيق، عبید.الاستثمار في الأوراق المالية، مصر: مكتبة عين شمس، (1998).
12. غازي،عبد النافع.غازي ، فرح. الأسواق المالية، عمان:دار وائل للنشر، (2001) .
13. بوكساني، رشيد. معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005/2006.
14. صالح الحناوي، محمد. إبراهيم العبد، جلال. بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر:الدار الجامعية، (2005) .

15. محمد داغر، محمود. الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)، عمان: دار الشروق، (2007).
16. إبراهيم هندي، منير. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: منشأة المعارف، (1999).
17. جويدان الجمل، جمال. الأسواق المالية والنقدية، عمان: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، (2002).
18. حيدر حردان، طاهر. مبادئ الاستثمار، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، (1997).
19. Gérard Marie Henry, Les marchés financiers, Edition Nathan, Paris, 1999.
20. قرياقص، رسمية. أسواق المال، مصر: الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، (1999).
21. السيسي، صلاح الدين. دراسات نظرية وتطبيقية (قضايا اقتصادية معاصرة)، القاهرة: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، (2003).
22. إبراهيم هندي، منير. قرياقص، رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر: مكتبة الإشعاع، (1997).
23. شمعون، شمعون. البورصة، الجزائر: الأطلس النسر، (1999).
24. معروف كاكامولا، هوشيار. الأسواق المالية، عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، (2003).
25. صالح الحناوي، محمد. آخرون. الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2003).
26. غازي، عبد النافع. غازي، فرح. مرجع سابق.
27. J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissé a ayreux, 3<sup>ème</sup> édition, (1993).
28. عبد الحميد رضوان، سمير. أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، (1996).
29. صالح عطية، أحمد. مشاكل المراجعة في أسواق المال، الإسكندرية: دار الجامعية، (2003).
30. رمضان، زياد. مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، عمان: دار وائل لنشر الطبعة الأولى، (1998).
31. حنفي، عبد الغفار. رسمية، قرياقص. أسواق المال، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002).
32. إبراهيم هندي، منير. الأوراق المالية و سوق رأس المال، جامعة الإسكندرية، (1997).
33. G, Defosse. P, Balley, La bourse des valeurs, Alger: Edition Bouchène, 16<sup>ème</sup> édition, (1993).
34. عبد العال حماد، طارق. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية، (2000).
35. صاطوري، الجودي. أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2005-2006.
36. بن ثابت، علال. بن جاب الله، محمد. المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات

- والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية – يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر بسكرة.
37. عطوان، مروان. الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الطبعة الثالثة، الجزائر العاصمة: ديوان المطبوعات الجامعية، (2003)،
38. الدسوقي، إيهاب. اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة: دار النهضة العربية، (2000)، منير هندي، إبراهيم. مرجع سابق، (2002).
39. صالح الحناوي، محمد. و آخرون، أسواق المال و المؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2004).
- 40.P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3<sup>ème</sup> édition, (1997)
- 41.Arnould, daniel. la bourse et les produits boursiers, paris :ellipses, (2004).
42. أبو نصار، محمد. حميدات، جمعه. معايير المحاسبة والإبلاغ المالي، الأردن: دار وائل، (2008).
43. السيد ناغي، محمود. دراسات في نظرية المحاسبة و المعايير المحاسبية، مصر: المكتبة العصرية، (2002).
44. بالرقي، التجاني. دراسة اثر التضخم على النظرية التقليدية للمحاسبة مع نموذج مقترح لاستبعاد اثر التضخم على القوائم المالية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف، (2006/2005).
45. المبروك أبو زيد، محمد. المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية ، مصر :ايتراك للنشر و التوزيع ، (2005) .
46. السيد احمد لطفي، أمين. التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية:الدار الجامعية، (2005) .
47. عبد الفتاح أبو المكارم، وصفي. دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة ،(2002).
48. مطر، محمد.السويطي، موسى.التأصيل النظري للممارسات المحاسبية (في مجالات القياس العرض الإفصاح)، الأردن: دار وائل، (2008).
49. جمال الجعارات، خالد . معايير التقارير المالية الدولية(2007) (IAS , IFRS)، عمان: إثراء للنشر و التوزيع، (2008).
50. خالد الراوي،" التحليل المالي لقوائم المالية والإفصاح المحاسبي"، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، (2000) .
51. عبد العال حماد ، طارق. التقارير المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002).
52. راضي خنفر، مؤيد، مطارنة، غسان.مرجع سابق.
53. حلو حنان، رضوان. النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير (دراسة معمقة في نظرية المحاسبة )، عمان: دار وائل للنشر، (2003).
- 54.Ducasse, Eric .et autres, Normes comptable internationales, Bruxelles : de boeck, (2005).
- 55.محمد الكردي، منال.إبراهيم العبد، جلال.مرجع سابق.

56. فهمي حيدر، معالي. نظم المعلومات (مدخل لتحقيق الميزة التنافسية)، المنوفية:الدار الجامعية، (2002).
57. ددان، عبد الغني. قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنداز المبكر باستعمال المحاكاة دكتوراه، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2009/2008،
58. ربابعة، عبد الرؤوف. حطاب، سامي. التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، [www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf)، تاريخ المعاينة: 2009/03/03.
59. السيد، أمين. التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية:الدار الجامعية، (2006).
60. صالح الحناوي، محمد. تحليل و تقييم الأسهم و السندات (مدخل الهندسة المالية )، الإسكندرية: الدار الجامعية، (1999).
61. السيسى صلاح الدين، حسن. بورصة الأوراق المالية، القاهرة: عالم الكتب، (2003)، الدسوقي، إيهاب. مرجع سابق.
62. مجيد موسوي، ضياء. البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، (2003).
63. صالح الحناوي، محمد. وآخرون. مرجع سابق، (2002).
64. Dmontier، Pascal. Marches efficients et comptabilité،encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit ،article64،Paris: (2001).
65. آل شبيب، دريد. الجبوري، عبد الرحمن. أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي (حالة شركة ووردكم الأمريكية (-WORLD COM ) ، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، [http:// www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo) ( تاريخ المعاينة : 2009/02/20).
66. Philippe Gillet, Les marchés financiers efficients, Paris: Edition Economica, (1999).
67. وليم اندوراس، عاطف. أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها)، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، (2006) .
68. B،Jacquillat. B، Solnick. Marchés financiers ( gestion de portefeuilles et des risques) , Paris: Edition Dunod , (1990).
69. صالح الحناوي، محمد. إبراهيم العبد، جلال. بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر:الدار الجامعية، (2002).
70. P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, .(1996)
71. سعد عبد اللطيف، أحمد. بورصة الأوراق المالية، مصر: الدار الجامعية، (1998).
72. أمين زوبل، محمد. البطريق، يونس. بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، مصر:الدار الجامعية، (2002).

73. Disbarrieres، Nelly. LA Bourse et ses back-offices.، Paris :Economica، 3 ème édition، (2001).
74. ناجي الحياي، وليد. الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي و عملي متكامل )، عمان: مؤسسة الورق للنشر و التوزيع، (2004).
75. الراوي، خالد. التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي، عمان: دار المسيرة، (2000).
76. Hutin، Hervé. Toute la finance d'entreprise (en pratique) ، paris : édition d'organisation، 2 ème édition،(2003).
77. مفهوم التحليل المالي (قائمة مصادر الأموال و استخداماتها)، [www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/1204.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/1204.doc) (تاريخ المعاينة : 2009/06/13).
78. محمود جربوع ، يوسف. مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع – دراسة تطبيقية على مراجعي الحسابات القانونيين في قطاع غزة، فلسطين، ، مجلة الجامعة الإسلامية) سلسلة الدراسات الإنسانية (المجلد الثالث عشر – العدد الأول، (2005) ، ص 295 :-263 . متوفر على الرابط: [www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-Issue%201-Human%20-12.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-Issue%201-Human%20-12.pdf) (تاريخ المعاينة : 2009/05/12).
79. الخلايلة عبد الحليم، محمود. التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، عمان: مطابع الدستور التجارية، الطبعة الرابعة، (2007).
80. Définition de Ratio - Lexique de finance. [http://vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_ratio.html](http://vernimmen.net/html/glossaire/definition_ratio.html) (date de consultation : 10/06/2009)
81. الحسيني، فلاح. الدوري، مؤيد. إدارة البنوك، عمان: دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، (2000).
82. صالح الحناوي، محمد. أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (1997).
83. Jean-François CASTA. La comptabilité en « juste valeur » permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ? Université Paris Dauphine : centre de recherche sur gestion. [www.dauphine.fr/cereg/cahiers\\_rech/cereg200307.pdf](http://www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200307.pdf) (date de consultation 09/05/11).
84. Vinal, José. amélioration la comptabilité en juste valeur, banque de France : revue de la stabilité financière, n12 , (octobre 2008), [www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud13\\_1008.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud13_1008.pdf). (date de consultation 09/05/11).
85. التميمي، فؤاد. إرشد ، عزمي. أسامة. الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، الأردن: دار المسيرة، الطبعة الأولى، (2004).
86. مطر، محمد. إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، (2003).

- 87.P•Conso . F• Hemicl, Gestion financière de l'entreprise, Paris : Edition Dunod, 10 ème Edition, 2001.
88. حمدي شحدة زعرب. اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة، (8-9 ماي 2005)،  
تاريخ [www.iugaza.edu.ps/ara/research/conf/commerce/.../4.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/ara/research/conf/commerce/.../4.pdf) التحميل 2009/06/22
89. عبد المطلب، عبد الحميد. التمويل المحلي والتنمية المحلية، الإسكندرية:الدار الجامعية، (2001).
- 90.Dayan.et Autres, Manuel de gestion , Paris: Edition Ellipses, (1999) , Vol 2.
91. حمدي زعرب. صباح شراب. أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية". مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، (2007). متوفر على الربط :  
تاريخ [http://jps-dir.com/Forum/forum\\_posts.asp?TID=1866&KW=](http://jps-dir.com/Forum/forum_posts.asp?TID=1866&KW=) التحميل (2009/05/09).
92. Définition de Risque - Lexique de finance.  
[http://vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_risque.html](http://vernimmen.net/html/glossaire/definition_risque.html) (date de consultation : 10/06/2009)
- 93.Zvi bodie, et autres.finance, paris : Pearson éducation, 2 ème édition, (2007).
- 94.Casta, jean françois. Incertitude et comptabilité, encyclopédie de comptabilité contrôle de gestion et audit,paris :économica,(2000).
- 95.خضر، حسان.مؤشرات أسواق الأوراق المالية، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، الكويت: المعهد العربي للتخطيط، (فبراير 2003)، [http://www.arab-api.org/c9\\_first.htm](http://www.arab-api.org/c9_first.htm) تاريخ المعاينة: 2009/04/15.
- 96.عطا الله ورّاد، خليل. دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ،جامعة فيلادلفيا الأردن ،15-16/2005، [www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo) تاريخ المعاينة : 2009/02/20).
- 97.Gitman، lawrence. Investissement et marchés financiers، paris : Pearson education ، 9 ème édition ، (2005).
- 98.lacaroix، monique. Et autres. Comptabilité financière approfondie ، paris : vuibert، (2008) .
- 99.Choinel , Introduction à l'ingénierie financière , paris : Edition Revue Banque, 3<sup>ème</sup> Edition , (2002).
- 100.N. Amenc . V.Lesourd , Gestion quantitative des portefeuilles d'action , Paris :Edition Economica , (2002).



- [http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%20%المالية20%السوق20%هيئة&secserno=278&subsecserno=285](http://www.cma.org.sa/cma_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%20%المالية20%السوق20%هيئة&secserno=278&subsecserno=285)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/08)
114. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لعام 2006، المملكة العربية السعودية،  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=279&mirrorid=102&serno=279](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=279&mirrorid=102&serno=279)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/15)
115. هيئة السوق المالية، "صلاحيات هيئة السوق المالية"  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=271&mirrorid=117&serno=271](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=271&mirrorid=117&serno=271)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/08)
116. مجموعة بخت الاستثمارية، تقرير 2004،  
[http://bakheetgroup.com/AnnualReportSelection\\_Saudi\\_a.asp](http://bakheetgroup.com/AnnualReportSelection_Saudi_a.asp)
117. هيئة السوق المالية، لجنة المتابعة والتنفيذ  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=385&mirrorid=154&serno=385](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=385&mirrorid=154&serno=385)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/08)
118. هيئة السوق المالية، لجنة التراخيص والتفتيش  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=386&mirrorid=152&serno=386](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=386&mirrorid=152&serno=386)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/08)
119. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لعام 2007، المملكة العربية السعودية،  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=279&mirrorid=102&serno=279](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=279&mirrorid=102&serno=279)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/15)
120. هيئة السوق المالية، الإفصاح  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%الإفصاح&secserno=278&subsecserno=290](http://www.cma.org.sa/cma_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%الإفصاح&secserno=278&subsecserno=290)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/08)
121. هيئة السوق المالية، تنظيم طلبات التوكيل والشراء المقيد والعرض المقيد للأسهم،  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%تنظيم20%طلبات20%التوكيل20%،20%والشراء20%المقيد20%والعرض20%المقيد20%للأسهم20%&secserno=278&subsecserno=292](http://www.cma.org.sa/cma_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%تنظيم20%طلبات20%التوكيل20%،20%والشراء20%المقيد20%والعرض20%المقيد20%للأسهم20%&secserno=278&subsecserno=292)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/24)
122. هيئة السوق المالية، العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات،  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%العقوبات20%والأحكام20%الجزائية20%للمخالفات&secserno=278&subsecserno=293](http://www.cma.org.sa/cma_ar/articlepage.aspx?mirrorid=20%20&titserno=20%20%العقوبات20%والأحكام20%الجزائية20%للمخالفات&secserno=278&subsecserno=293)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/22)
123. انظر: هيئة السوق المالية،  
[http://www.cma.org.sa/cma\\_ar/subpage.aspx?secserno=277&mirrorid=19&serno=277](http://www.cma.org.sa/cma_ar/subpage.aspx?secserno=277&mirrorid=19&serno=277)  
(تاريخ المعاينة 2009/07/22)
124. هيئة السوق المالية، "مركز إيداع الأوراق المالية"



136. مجموعة بخت الاستثمارية ، تقرير أداء سوق الأسهم السعودي 2007،  
[http://bakheetgroup.com/AnnualReportSelection\\_Saudi\\_a.asp](http://bakheetgroup.com/AnnualReportSelection_Saudi_a.asp) (تاريخ  
 المعاينة 20/07/2009)

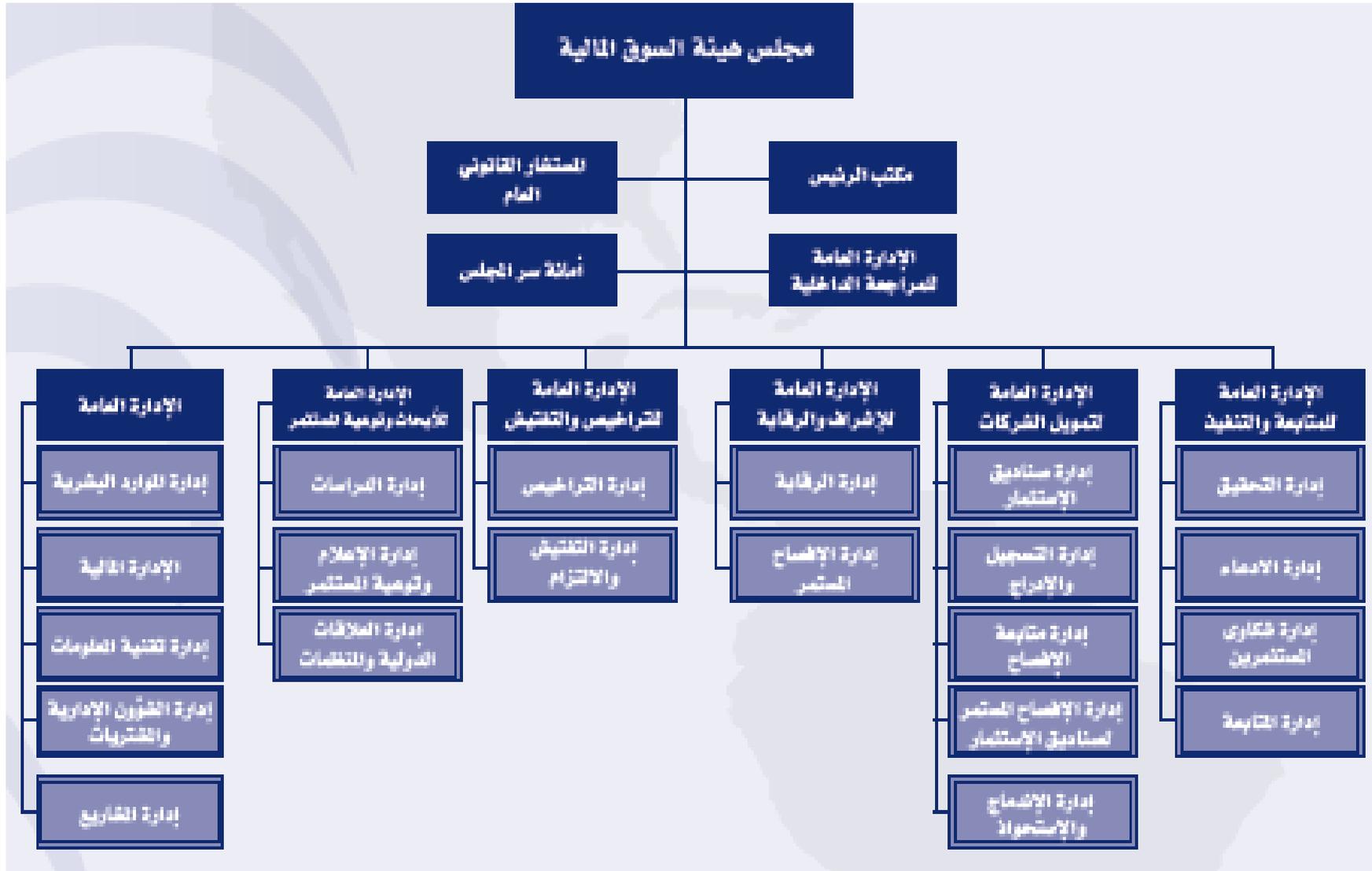
137. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2007، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية،  
 ص 51. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa) (تاريخ المعاينة 15/07/2009).  
 138. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2008، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية،  
 ص 37. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa) (تاريخ المعاينة 15/07/2009).

139. صندوق النقد العربي ، Yearly Summary  
<http://www.amf.org.ae/AMF/WebSite/Weblisher/Storage/Uploads/docs/economic%20dept/amdb%20update/markets%20performance/yearly%20performance/yearly%20summary.htm>

140. عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، كيفية استثمار المعلومات المحاسبية في سوق الأسهم،  
 ورقة عمل مقدمة إلى الندوة الحادية عشرة لسبل تطوير المحاسبة دور المعلومات المحاسبية في  
 تنشيط سوق الأوراق المالية جامعة الملك سعود، ذي القعدة ١٤  
[http://www.aisalrashed.com/details.php?image\\_id=279](http://www.aisalrashed.com/details.php?image_id=279)

الملاحق

الملحق رقم (1) : الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية



الملحق رقم(2): مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة وأسعار الأسهم وأحجام التداول

سنة 2005								
X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
11.01	4.17	149.86	1.05	6026	50.09	1650	ساب	1
9.07	13.81	107.55	1.52	14.86	33.49	975	سامبا	2
18.11	14.41	149.66	0.8	12.57	62.59	2710	الراجحي	3
10.14	14.75	155.85	1.46	23	47.90	1580.75	سابك	4
8.29	12.2	77.86	1.47	9.5	11.63	645.25	الغاز	5
6.11	2.92	170.69	0.48	5	8.01	1043.75	الدوائية	6
6.16	0	65.78	0	0	13.92	405	الاحساء للتنمية	7
11.95	0	64.64	0	0	11.49	782	المجموعة السعودية	8
6.64	9.87	56.76	0	0	1.62	377	سيسكو	9
11.95	0	60.75	0.83	6	7.06	725.75	فيكو	10
9.62	01.4	52.77	0	0	2.29-	507.75	نماء	11
5.94	17.42	71.44	3.91	1	19.31	845	المراعي	12
8.97	21.57	131.97	1.94	23	28.08	1183.75	اسمنت القصيم	13
7.84	0	22.72	2.75	20	21.6	727	اسمنت ينبع	14
9.13	0	42.72	0	0	13.36	390	الكابلات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/07/09 Time: 16:47

Sample:

Included observations: 15

$Y=C(1)+C(2)*X+C(4)*Z+C(5)*Q+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-732.1859	207.3907	-3.530467	0.0054
C(2)	9.546620	4.243886	2.249500	0.0482
C(4)	91.33572	45.68092	1.999428	0.0735
C(5)	5.525541	1.227641	4.500943	0.0011
C(7)	94.29788	19.73765	4.777564	0.0007
R-squared	0.955645	Mean dependent var		969.8667
Adjusted R-squared	0.937903	S.D. dependent var		621.6485
S.E. of regression	154.9101	Akaike info criterion		13.18477
Sum squared resid	239971.5	Schwarz criterion		13.42079
Log likelihood	-93.88577	F-statistic		53.86352
Durbin-Watson stat	3.061461	Prob(F-statistic)		0.000001

## سنة 2006

X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
4.7	32.33	25.08	3.18	3.75	8.11	117.75	ساب	1
5.48	34.06	25.5	2.59	3.62	8.68	139.75	ساميا	2
6.46	36.18	29.9	0.77	1.48	10.52	193	الراجحي	3
3.8	27.84	29.15	3	4	8.12	105.25	سابك	4
1.55		33.25	1.94	1	1.75	51.5	الدوائية	5
3.17		10.64	0	0	1.66	33.75	الاحساء للتنمية	6
2.74	20.15	12.95	4.66	1.65	2.61	35.5	المجموعة السعودية	7
3.96		18.94	2.67	2	4.65	76	المراعي	8
5.39	24.37	28.77	2.97	4.6	7.01	155	اسمنت القصيم	9
3.61	24.57	19.85	6.25	4.5	4.88	72	اسمنت ينبع	10
3.58		9.49	0	0	1.32	34	الكابلات	11
4.8	24.04	8.76	0	0	2.11	42	مجموعة اسنرا الصناعية	12
1.98	6.7	18.94	2.67	1	1.27	20	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
2.55	2.1	10.22	0	0	0.22	26	شركة كيان	14
7.51	-7.14	2.8	0	0	-0.2	21	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/02/09 Time: 09:52

Sample: 1 15

Included observations: 11

Excluded observations: 4

$Y=C(1)+C(2)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-70.17976	62.18088	-1.128639	0.3222
C(2)	2.212860	11.38990	0.194283	0.8554
C(3)	-1.640053	9.326630	-0.175846	0.8690
C(4)	-2.187078	6.886275	-0.317600	0.7667
C(5)	4.164332	3.173342	1.312286	0.2597
C(6)	0.828038	1.478164	0.560180	0.6052
C(7)	12.43660	8.207950	1.515190	0.2043
R-squared	0.955570	Mean dependent var		84.29545
Adjusted R-squared	0.888924	S.D. dependent var		61.08108
S.E. of regression	20.35713	Akaike info criterion		9.125866
Sum squared resid	1657.651	Schwarz criterion		9.379072
Log likelihood	-43.19226	F-statistic		14.33809
Durbin-Watson stat	2.584391	Prob(F-statistic)		0.011154

## سنة 2007

X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
5.41	25.01	27.8	2.62	3.75	6.95	143	ساب	1

6.05	26.94	29.74	1,5	2.7	8.01	180	ساميا	2
7.45	27.32	17.49	1,54	2	4.78	130.25	الراجحي	3
5.44	29.64	36.46	1,51	3	10.81	198.5	سابك	4
1.71		35.6	0	0	1.88	61	الدوائية	5
3.09		10.84	0	0	-0.23	33.5	الاحساء للتنمية	6
2.83	13.99	13.89	1,27	0.5	1.94	67.25	المجموعة السعودية	7
4.55		26.33	0	0	5.55	119.75	المراعي	8
5.35	35.48	33.86	3,48	6.3	12.01	181	اسمنت القصيم	9
4.26	28.45	22.13	5,31	5	6.29	94.25	اسمنت ينبع	10
4.2		13.58	0	0	3.5	57	الكابلات	11
3.76	23.79	11.17	0	0	2.66	42	مجموعة استرا الصناعية	12
2.98	5.31	19.02	0.88	0.5	1.01	56.75	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
2.55	2.1	10.22	0	0	0.22	26	شركة كيان	14
3.09	-7.43	6.8	0	0	-0.55	21	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/02/09 Time: 09:49

Sample: 1 15

Included observations: 11

Excluded observations: 4

$Y=C(1)+C(2)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-46.92090	22.92471	-2.046739	0.1101
C(2)	7.010603	4.987546	1.405622	0.2325
C(3)	-6.056597	5.737792	-1.055562	0.3507
C(4)	0.012405	0.046929	0.264326	0.8046
C(5)	3.570093	1.491850	2.393064	0.0749
C(6)	-0.579658	0.776470	-0.746529	0.4968
C(7)	14.44016	4.281217	3.372909	0.0280

R-squared	0.984208	Mean dependent var	103.6364
Adjusted R-squared	0.960520	S.D. dependent var	65.83240
S.E. of regression	13.08067	Akaike info criterion	8.241275
Sum squared resid	684.4160	Schwarz criterion	8.494481
Log likelihood	-38.32701	F-statistic	41.54844
Durbin-Watson stat	0.503190	Prob(F-statistic)	0.001465

سنة 2008							
X6	X5	X4	X3	X2	X1	y	
2.78	25.1	19.39	1.78	0.96	4.87	54	ساب
2.32	22.44	22.05	3.22	1.65	4.95	51.25	ساميا
3.11	24.14	18.02	5.36	3	4.35	56	الراجحي
1.5	21.4	34.31	5.83	3	7.34	51.5	سابك
1.05	9.04	23.51	6.09	1.5	2.14	24.65	الدوائية
1.06	-14.15	8.11	0	0	-1.15	8.6	الاحساء للتنمية

0.87	2.53	10.26	0	0	0.11	10.05	المجموعة السعودية	7
4.22	25.17	33.18	2.5	3.5	8.35	140	المراعي	8
2.11	29.98	38.3	9.91	8	11.48	80.75	اسمنت القصيم	9
1.74	23.76	22.44	10.26	4	5.33	39	اسمنت ينبع	10
1.92	20.19	13.82	2.83	0.75	2.79	26.5	الكابلات	11
1.26	12.92	19.4	2.04	0.5	2.51	24.45	مجموعة اسنرا الصناعية	12
0.98	6.38	18.47	2.76	0.5	1.18	18.1	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
0.94	3.19	10.33	0	0	0.33	9.75	شركة كيان	14
1.47	-13.56	10.58	0	0	-1.43	15.55	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/01/09 Time: 18:51

Sample: 1 15

Included observations: 15

$Y=C(1)+C(2)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-40.56144	11.56522	-3.507190	0.0080
C(2)	-1.659357	5.617108	-0.295411	0.7752
C(3)	4.455634	5.442756	0.818636	0.4367
C(4)	-2.835759	2.156035	-1.315266	0.2249
C(5)	2.307359	0.941753	2.450067	0.0399
C(6)	-0.114850	0.673283	-0.170583	0.8688
C(7)	24.08712	3.386510	7.112668	0.0001
R-squared	0.973649	Mean dependent var		40.59333
Adjusted R-squared	0.953886	S.D. dependent var		34.80753
S.E. of regression	7.474606	Akaike info criterion		7.165624
Sum squared resid	446.9579	Schwarz criterion		7.496048
Log likelihood	-46.74218	F-statistic		49.26620
Durbin-Watson stat	1.510799	Prob(F-statistic)		0.000007

الملحق رقم(3): مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة وأحجام التداول

سنة 2005								
X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
11.01	4.17	149.86	1.05	6026	50.09	3314232	ساب	1
9.07	13.81	107.55	1.52	14.86	33.49	33562822	سامبا	2
18.11	14.41	149.66	0.8	12.57	62.59	27336410	الراجحي	3
10.14	14.75	155.85	1.46	23	47.90	28642155	سابك	4
8.29	12.2	77.86	1.47	9.5	11.63	173430048	الغاز	5
6.11	2.92	170.69	0.48	5	8.01	114488080	الدوائية	6
6.16	0	65.78	0	0	13.92	204196353	الاحساء للتنمية	7
11.95	0	64.64	0	0	11.49	310116209	المجموعة السعودية	8
6.64	9.87	56.76	0	0	1.62	66146884	سيسكو	9
11.95	0	60.75	0.83	6	7.06	305655414	فييكو	10
9.62	01.4	52.77	0	0	2.29-	199347871	نماء	11
5.94	17.42	71.44	3.91	1	19.31	27706246	المراعي	12
8.97	21.57	131.97	1.94	23	28.08	7858500	اسمنت القصيم	13
7.84	0	22.72	2.75	20	21.6	26402021	اسمنت ينبع	14
9.13	0	42.72	0	0	13.36	272734862	الكابلات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/11/09 Time: 13:19

Sample: 1901 1915

Included observations: 15

$$Y=C(1)+C(2)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.18E+08	99148829	1.189126	0.2685
C(2)	-3601945.	2178346.	-1.653523	0.1368
C(3)	-9571.237	15928.20	-0.600899	0.5645
C(4)	-14162149	25135818	-0.563425	0.5886
C(5)	-67707.10	643830.9	-0.105163	0.9188
C(6)	-5134931.	4017144.	-1.278254	0.2370
C(7)	15418981	9564108.	1.612171	0.1456
R-squared	0.764516	Mean dependent var		1.20E+08
Adjusted R-squared	0.587902	S.D. dependent var		1.14E+08
S.E. of regression	72988916	Akaike info criterion		39.35424
Sum squared resid	4.26E+16	Schwarz criterion		39.68466
Log likelihood	-288.1568	F-statistic		4.328753
Durbin-Watson stat	2.903859	Prob(F-statistic)		0.030452

## سنة 2006

X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
4.7	32.33	25.08	3.18	3.75	8.11	4323463	ساب	1
5.48	34.06	25.5	2.59	3.62	8.68	15470787	ساميا	2
6.46	36.18	29.9	0.77	1.48	10.52	10578406	الراجحي	3
3.8	27.84	29.15	3	4	8.12	181942041	سابك	4
1.55	3.00	33.25	1.94	1	1.75	131585463	الدوائية	5
3.17	0	10.64	0	0	1.66	37999320	الاحساء للتنمية	6
2.74	20.15	12.95	4.66	1.65	2.61	92512638	المجموعة السعودية	7
3.96	25.30	18.94	2.67	2	4.65	79240896	المراعي	8
5.39	24.37	28.77	2.97	4.6	7.01	9145472	اسمنت القصيم	9
3.61	24.57	19.85	6.25	4.5	4.88	10662909	اسمنت ينبع	10
3.58	7.4	9.49	0	0	1.32	208649783	الكابلات	11
4.8	24.04	8.76	0	0	2.11	20901972	مجموعة اسنرا الصناعية	12
1.98	6.7	18.94	2.67	1	1.27	24771151	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
2.55	2.1	10.22	0	0	0.22	918061673	شركة كيان	14
7.51	-7.14	2.8	0	0	-0.2	80359818	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/11/09 Time: 12:40

Sample: 1901 1915

Included observations: 15

$$Y=C(1)+C(S)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	3.89E+08	2.47E+08	1.575827	0.1495
C(4)	-45210400	65486851	-0.690374	0.5074
C(3)	38641424	95605191	0.404177	0.6955
C(5)	711074.2	11791337	0.060305	0.9532
C(6)	4257229.	11923683	0.357040	0.7293
C(7)	-35271227	44638982	-0.790144	0.4498
R-squared	0.264146	Mean dependent var		1.22E+08
Adjusted R-squared	-0.144662	S.D. dependent var		2.30E+08
S.E. of regression	2.46E+08	Akaike info criterion		41.76692
Sum squared resid	5.44E+17	Schwarz criterion		42.05014
Log likelihood	-307.2519	F-statistic		0.646137
Durbin-Watson stat	2.189304	Prob(F-statistic)		0.671772

## سنة 2007

X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
5.41	25.01	27.8	2.62	3.75	6.95	2267592	ساب	1
6.05	26.94	29.74	1,5	2.7	8.01	4837757	سامبا	2
7.45	27.32	17.49	1,54	2	4.78	72014391	الراجحي	3
5.44	29.64	36.46	1,51	3	10.81	68786221	سابك	4
1.71	0	35.6	0	0	1.88	50177768	الدوائية	5
3.09	0	10.84	0	0	-0.23	47189821	الإحساء للتنمية	6
2.83	13.99	13.89	1,27	0.5	1.94	39553730	المجموعة السعودية	7
4.55	0	26.33	0	0	5.55	12734694	المراعي	8
5.35	35.48	33.86	3,48	6.3	12.01	3004445	اسمنت القصيم	9
4.26	28.45	22.13	5,31	5	6.29	4611321	اسمنت ينبع	10
4.2	0	13.58	0	0	3.5	41340187	الكابلات	11
3.76	23.79	11.17	0	0	2.66	20901972	مجموعة استرا الصناعية	12
2.98	5.31	19.02	0.88	0.5	1.01	24771151	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
2.55	2.1	10.22	0	0	0.22	918061673	شركة كيان	14
3.09	-7.43	6.8	0	0	-0.55	80359818	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/11/09 Time: 12:33

Sample: 1901 1915

Included observations: 15

$Y=C(1)+C(5)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	3.73E+08	2.50E+08	1.493466	0.1662
C(5)	-5980953.	7334003.	-0.815510	0.4338
C(3)	29640794	78034131	0.379844	0.7120
C(4)	-289199.6	756467.4	-0.382303	0.7102
C(7)	-36020461	55862500	-0.644806	0.5336
R-squared	0.159519	Mean dependent var		92707503
Adjusted R-squared	-0.176674	S.D. dependent var		2.30E+08
S.E. of regression	2.49E+08	Akaike info criterion		41.76757
Sum squared resid	6.22E+17	Schwarz criterion		42.00359
Log likelihood	-308.2568	F-statistic		0.474486
Durbin-Watson stat	2.389172	Prob(F-statistic)		0.753931

## سنة 2008

X6	X5	X4	X3	X2	X1	y		
2.78	25.1	19.39	1.78	0.96	4.87	939512	ساب	1
2.32	22.44	22.05	3.22	1.65	4.95	9320134	سامبا	2
3.11	24.14	18.02	5.36	3	4.35	34029488	الراجحي	3
1.5	21.4	34.31	5.83	3	7.34	194658153	سابك	4
1.05	9.04	23.51	6.09	1.5	2.14	14093866	الدوائية	5
1.06	-14.15	8.11	0	0	-1.15	40147090	الاحساء للتنمية	6
0.87	2.53	10.26	0	0	0.11	32457665	المجموعة السعودية	7
4.22	25.17	33.18	2.5	3.5	8.35	3342209	المراعي	8
2.11	29.98	38.3	9.91	8	11.48	1779597	اسمنت القصيم	9
1.74	23.76	22.44	10.26	4	5.33	1471163	اسمنت ينبع	10
1.92	20.19	13.82	2.83	0.75	2.79	50392274	الكابلات	11
1.26	12.92	19.4	2.04	0.5	2.51	20901972	مجموعة استرا الصناعية	12
0.98	6.38	18.47	2.76	0.5	1.18	10935020	شركة تبوك للتنمية الزراعية	13
0.94	3.19	10.33	0	0	0.33	87695394	شركة كيان	14
1.47	-13.56	10.58	0	0	-1.43	80359818	شركة رابغ للتكرير والبتروكيميايات	15

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/11/09 Time: 11:59

Sample: 1901 1915

Included observations: 15

$Y=C(1)+C(S)*X+C(3)*W+C(4)*Z+C(5)*Q+C(6)*R+C(7)*S$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	85426083	88821949	0.961768	0.3643
C(2)	37936373	43139890	0.879380	0.4048
C(3)	-38705863	41800849	-0.925959	0.3816
C(4)	7301461.	16558541	0.440948	0.6709
C(5)	-2060100.	7232751.	-0.284829	0.7830
C(6)	-4598659.	5170873.	-0.889339	0.3998
C(7)	-18464411	26008698	-0.709932	0.4979
R-squared	0.280474	Mean dependent var		38834890
Adjusted R-squared	-0.259170	S.D. dependent var		51157863
S.E. of regression	57405642	Akaike info criterion		38.87391
Sum squared resid	2.64E+16	Schwarz criterion		39.20433
Log likelihood	-284.5543	F-statistic		0.519739
Durbin-Watson stat	1.511752	Prob(F-statistic)		0.779583